

2018 年上半年中国国际收支报告

国家外汇管理局国际收支分析小组

2018 年 9 月 28 日

内容摘要

2018 年上半年，全球经济总体延续复苏态势，但受全球贸易摩擦、金融市场波动等影响，下行风险有所增加。我国经济运行保持总体平稳，人民币对美元汇率双向波动，汇率预期基本稳定。

2018 年上半年，我国国际收支继续呈现自主平衡格局。经常账户差额处于合理区间，一季度小幅逆差，二季度转为小幅顺差。其中，上半年货物贸易顺差 1553 亿美元。非储备性质的金融账户顺差进一步扩大，上半年顺差 1288 亿美元，同比增长 90%。从主要项目看，直接投资顺差 798 亿美元，同比增长 4.7 倍；证券投资顺差 713 亿美元，上年同期为逆差 195 亿美元；其他投资逆差 203 亿美元。从投资方向看，上半年境内主体对外各类投资平稳增长，合计净增加 1652 亿美元，同比多增 23%。境外主体来华各类投资较快上升、结构优化，上半年净流入 2940 亿美元，同比多增 45%。其中，直接投资、证券投资净流入增长较快，其他投资净流入稳中有降。上半年，交易形成的外汇储备增加 494 亿美元。截至 6 月末，我国对外金融资产和负债较 2017 年末增长 1.6% 和 3.6%，对外净资产 1.74 万亿美元。

2018 年下半年，预计我国国际收支运行仍将总体平稳，维持基本平衡格局。随着供给侧结构性改革的深入推进，我国经济发展内生动力将进一步增强；同时，服务业等领域对外开放逐步深化，资本市场的国际投资者参与度也会继续提升，我国经常账户差额将继续保持在合理区间，跨境资本均衡流动的基础更加稳固。下一步，外汇管理部门将坚持稳中求进工作总基调，在持续深化外汇管理改革，服务国家全面开放新格局的同时，积极防范跨境资本流动风险，维护国家经济金融安全。

目 录

一、国际收支概况	6
(一) 国际收支运行环境	6
(二) 国际收支主要状况	9
(三) 国际收支运行评价	17
二、国际收支主要项目分析	22
(一) 货物贸易	22
(二) 服务贸易	27
(三) 直接投资	30
(四) 证券投资	33
(五) 其他投资	36
三、国际投资头寸状况	38
四、外汇市场运行与人民币汇率	46
(一) 人民币汇率走势	46
(二) 外汇市场交易	49
五、国际收支形势展望	53

专栏

1. 如何看待我国经常账户的演变
2. 国际产业分工和转移促成我国货物贸易差额格局
3. 资本市场加快开放 证券投资差额由逆转顺
4. 走出去与引进来并重 推动我国对外金融资产负债结构不断优化
5. 主要发达国家央行货币政策前瞻分析

图

- 1-1 主要经济体经济增长率
- 1-2 国际金融市场利率和货币波动率水平
- 1-3 全球股票、债券和商品市场价格
- 1-4 我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率
- 1-5 经常账户主要子项目的收支状况
- 1-6 资本和金融账户主要子项目的收支状况
- 1-7 外汇储备资产变动额
- 1-8 经常账户差额与 GDP 之比及其结构
- 1-9 非储备性质的金融账户资本流动情况
- 1-10 2018 年上半年我国跨境资本流动的结构分析
- 1-11 国际收支差额与外汇储备资产变动
- 2-1 进出口差额与外贸依存度
- 2-2 货物贸易跨境收付
- 2-3 按贸易主体货物贸易差额构成
- 2-4 2018 年上半年我国对主要国家和地区进出口总量增速情况
- 2-5 货物贸易和服务贸易收支总额比较
- 2-6 服务贸易收支情况
- 2-7 旅行项目逆差对服务贸易逆差贡献度
- 2-8 2018 年上半年我国对主要贸易伙伴服务贸易收支情况
- 2-9 直接投资基本情况
- 2-10 直接投资资产状况
- 2-11 2018 年上半年我国非金融部门直接投资资产的分布情况
- 2-12 直接投资负债状况
- 2-13 跨境证券投资净额
- 2-14 其他投资净额

- 3-1 对外金融资产、负债及净资产状况
- 3-2 对外资产结构变化
- 3-3 对外负债结构变化
- 3-4 对外资产负债收益率
- 4-1 2018 年上半年境内外人民币对美元即期汇率走势
- 4-2 境内外人民币对美元即期汇率价差
- 4-3 人民币有效汇率
- 4-4 境内外市场人民币对美元汇率 1 年期波动率
- 4-5 境内外市场 1 年期人民币对美元汇率
- 4-6 境内人民币与美元利差（6 个月期限）
- 4-7 中国外汇市场交易量
- 4-8 中国与全球外汇市场的交易产品构成比较
- 4-9 银行对客户远期结售汇交易量
- 4-10 中国外汇市场的参与者结构
- C2-1 我国对主要地区的贸易顺差变化
- C2-2 我国对主要地区的贸易逆差变化
- C4-1 2017 年末对外资产构成的国际比较
- C4-2 2017 年末对外负债构成的国际比较

表

- 1-1 我国国际收支差额主要构成
- 1-2 2018 年上半年和 2017 年上半年中国国际收支平衡表
- 3-1 2018 年 6 月末和 2017 年末中国国际投资头寸表
- 4-1 2018 年上半年人民币外汇市场交易概况
- C4-1 2017 年末世界主要国家资产负债状况

一、国际收支概况

（一）国际收支运行环境

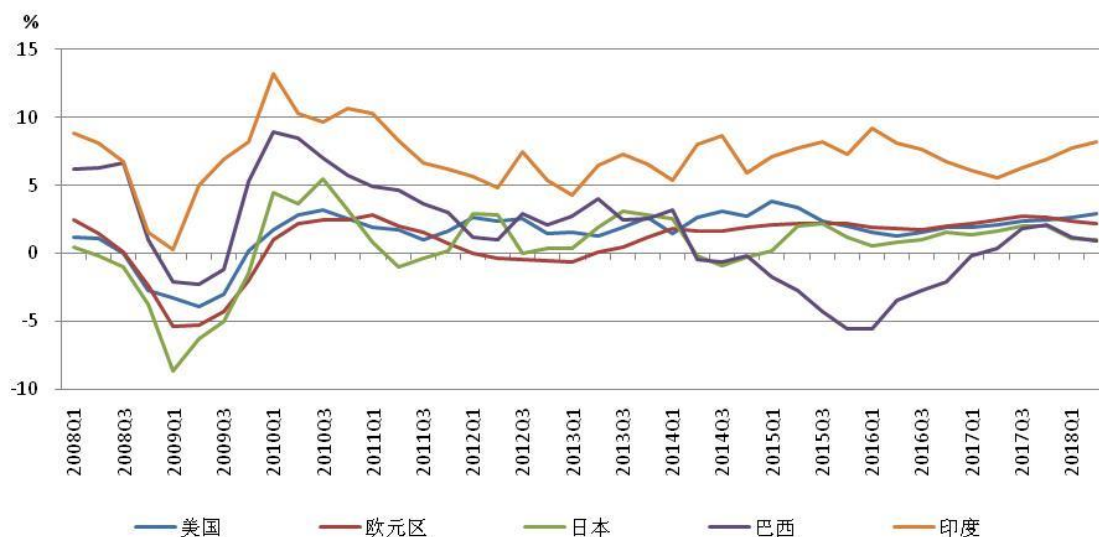
2018 年上半年，世界经济总体延续复苏态势，但受全球贸易摩擦和金融环境变化等影响，下行风险有所增加，同步性有所减弱，主要发达经济体和新兴市场经济体货币政策继续分化。我国经济延续总体平稳、稳中向好的发展态势。

世界经济延续复苏。上半年，世界经济总体延续复苏态势，国际货币基金组织（IMF）预测今明两年全球经济将增长 3.9%，较 2017 年 10 月的预测均上调 0.2 个百分点；经济合作与发展组织（OECD）预测今明两年世界经济增速将达到 3.8% 和 3.9%，较 2017 年 11 月的预测分别上调 0.1 和 0.3 个百分点。美国经济表现强劲，通胀率有所上升，失业率维持低位。欧元区复苏势头略有放缓，就业形势持续向好，通胀水平仍较为温和。日本经济增长放缓，企业涨薪动力不足，出口提振减弱，通胀水平依然疲软。新兴市场经济体总体稳健，但内部表现出现分化，部分经济体面临调整与转型压力（见图 1-1）。

全球货币政策分化。上半年，发达经济体货币政策趋向正常化，但同步性不及预期，新兴市场经济体货币政策分化。美联储两次提高联邦基金利率目标区间各 25 个基点至 1.75%-2.0%，将 2018 年预期加息次数上调至四次，维持 2019 年预期加息次数为三次，并继续缩减资产负债表。欧央行维持各项基准利率不变，预计在 2018 年底结束量化宽松政策，并保持当前利率水平不变至少至 2019 年夏天。日本央行对金融机构存放在日本银行的部分超额准备金利率维持在 -0.1% 不变，同时维持日本国债购买规模不变。

新兴市场经济体货币政策分化，为应对汇率波动、资本流出和国内通胀压力等问题，马来西亚、印度、菲律宾和印尼等央行上调基准利率，而巴西、俄罗斯和南非等央行放松了货币政策，以促进经济增长。

图 1-1 主要经济体经济增长率

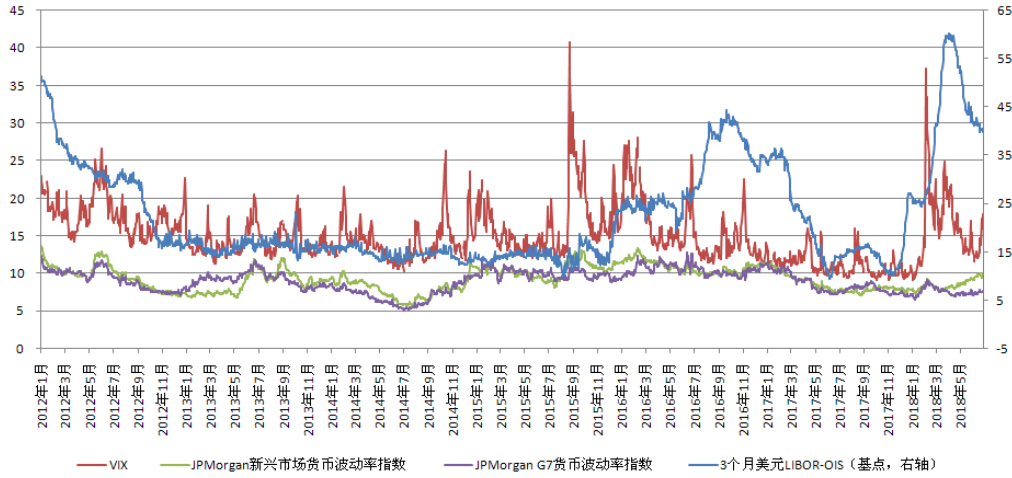


注：美国数据为季度环比折年率，其他经济体数据为季度同比。

数据来源：环亚经济数据库。

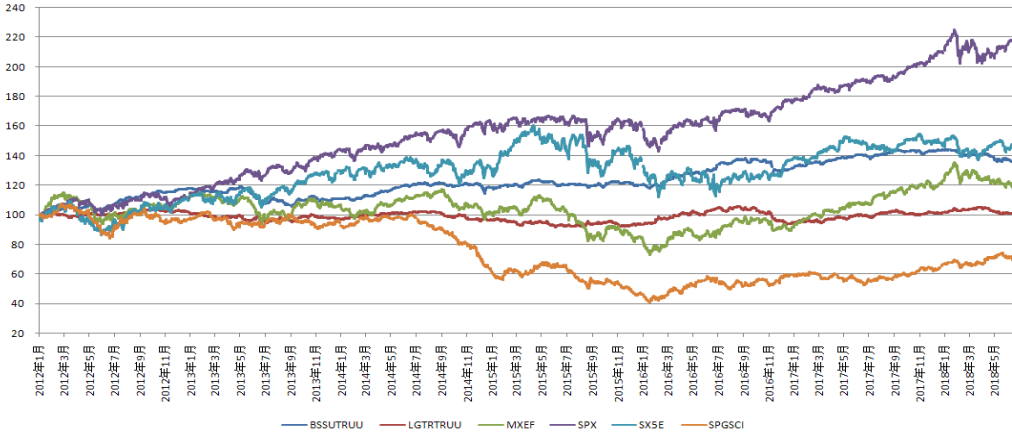
国际金融市场波动性加剧。上半年，美元指数走强，欧元和英镑对美元贬值，日元对美元升值；新兴市场经济体货币多数走弱，JP Morgan 新兴市场货币指数（EMCI）下跌 7.3%，以阿根廷、土耳其为代表的部分新兴市场经济体面临新一轮动荡。主要发达经济体和新兴市场经济体国债收益率有所分化，全球股市震荡回落，国际大宗商品价格总体上行。其中，美国道琼斯工业平均指数、欧元区斯托克 50 指数和 MSCI 新兴市场股指分别下跌 1.8%、3.1% 和 7.7%，S&P GSCI 商品价格指数上涨 10.2%（见图 1-2、1-3）。未来，贸易摩擦、主要经济体货币政策走向和地缘政治冲突等因素可能对国际金融市场运行和资本流动继续造成较大影响。

图 1-2 国际金融市场利率和货币波动率水平



数据来源：彭博资讯。

图 1-3 全球股票、债券和商品市场价格



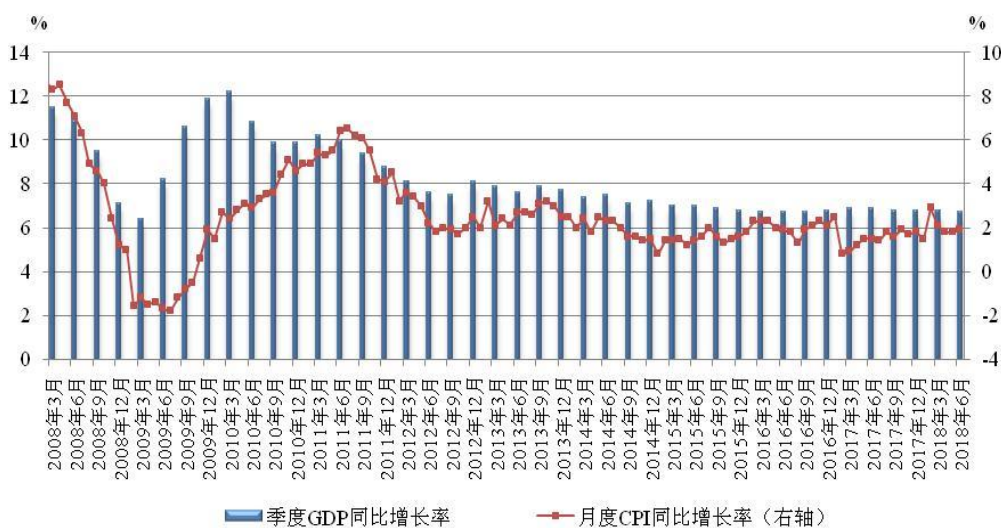
注：BSSUTRUU 和 LGTRTRUU 分别为彭博巴克莱新兴市场和发达国家主权债券指数，MXEF 为 MSCI 新兴市场股指，SPX 为美国标准普尔 500 股指，SX5E 为欧元区斯托克 50 股指，SPGSCI 为标准普尔 GSCI 商品价格指数，均以 2012 年初值为 100。

数据来源：彭博资讯。

国内经济保持平稳运行。上半年，我国经济延续总体平稳、稳中向好的发展态势，结构调整深入推进，供求总体平衡，增长动力加快转换，质量效益稳步提升。初步核算，上半年我国国内生产总值（GDP）达到 41.9 万亿元，增长 6.8%，居民消费价格（CPI）上涨 2.0%（见图 1-4），就业稳中向好，服务业在国内生产总值（GDP）中的比重为 54.3%，消费对经济增长的贡献率为 78.5%。但当前外部环境更加严峻复杂，国内长期积累的机构性矛盾依然突出，需要加大稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、

稳预期政策落实，合理引导发展预期，确保经济平稳健康发展。

图 1-4 我国季度 GDP 和月度 CPI 增长率



数据来源：国家统计局。

（二）国际收支主要状况

经常账户收支基本平衡，非储备性质的金融账户顺差扩大。2018 年上半年，我国经常账户小幅逆差 288 亿美元；非储备性质的金融账户顺差 1288 亿美元，同比扩大 90%（见表 1-1）。

表 1-1 我国国际收支差额主要构成

单位：亿美元

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年 上半年	2018 年 上半年
经常账户差额	2154	1482	2360	3042	2022	1649	683	-288
与 GDP 之比	2.5%	1.5%	2.3%	2.7%	1.8%	1.3%	1.2%	-0.4%
非储备性质的金融账户差额	-360	3430	-514	-4345	-4161	1486	679	1288
与 GDP 之比	-0.4%	3.6%	-0.5%	-3.9%	-3.7%	1.2%	1.2%	2%

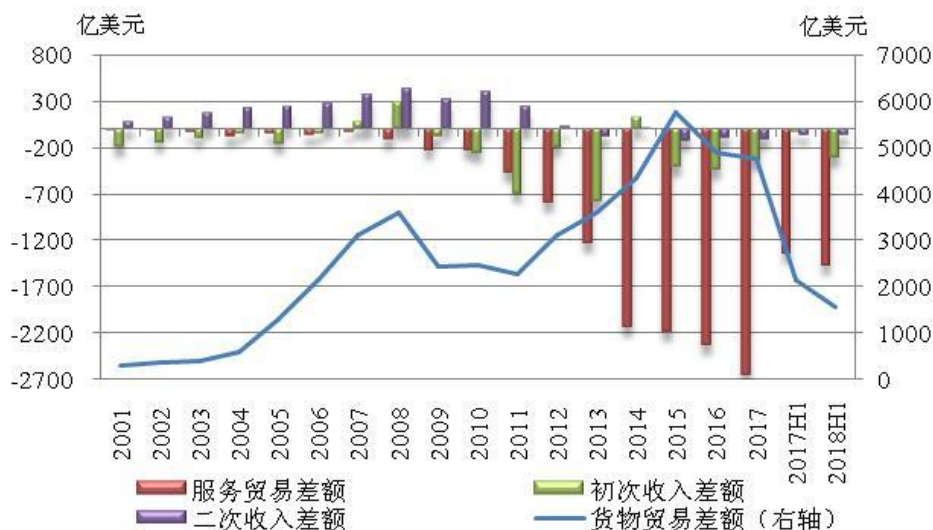
数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

货物贸易保持顺差。按国际收支统计口径¹，上半年，我国货物贸易出

¹ 国际收支统计口径的货物贸易与海关统计口径的主要差异在于：一是国际收支中的货物只记录所有权发生了转移的货物（如一般贸易、进料加工贸易等贸易方式的货物），所有权未发生转移的货物（如来料加工或出料加工贸易）不纳入货物统计，而纳入服务贸易统计；二是计价方面，国际收支统计要求进出口货值均按离岸价格记录，海关出口货值为离岸价格，但进口货值为到岸价格，因此国际收支统计从海关进口货值中调出国际运费支出，并纳入服务贸易统计；三是补充部分进出口退运等数据；四是补充了海关未统计的转手买卖下的货物净出口数据。

口 11366 亿美元，进口 9812 亿美元，同比分别增长 11% 和 21%；货物贸易顺差 1553 亿美元（见图 1-5）。

图 1-5 经常账户主要子项目的收支状况



数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易延续逆差。上半年，服务贸易收入 1155 亿美元，同比上升 17%；支出 2628 亿美元，增长 12%；逆差 1473 亿美元，增长 8%（见图 1-5）。其中，运输项目逆差 321 亿美元，增长 22%；旅行项目逆差 1202 亿美元，增长 3%。

初次收入²呈现逆差。上半年，初次收入项下收入 1146 亿美元，同比下降 8%；支出 1450 亿美元，增长 13%；逆差 303 亿美元。其中，雇员报酬顺差 49 亿美元，投资收益逆差 364 亿美元（见图 1-5）。从投资收益看，上半年我国对外投资的收益为 1034 亿美元，外国来华投资的利润利息、股息红利等合计 1398 亿美元。

二次收入逆差小幅收窄。上半年，二次收入项下收入 143 亿美元，同比下降 2%；支出 208 亿美元，下降 2%；逆差 65 亿美元，逆差缩小 3%（见

² 国际货币基金组织《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）将经常项下的“收益”名称改为“初次收入”，将“经常转移”名称改为“二次收入”。

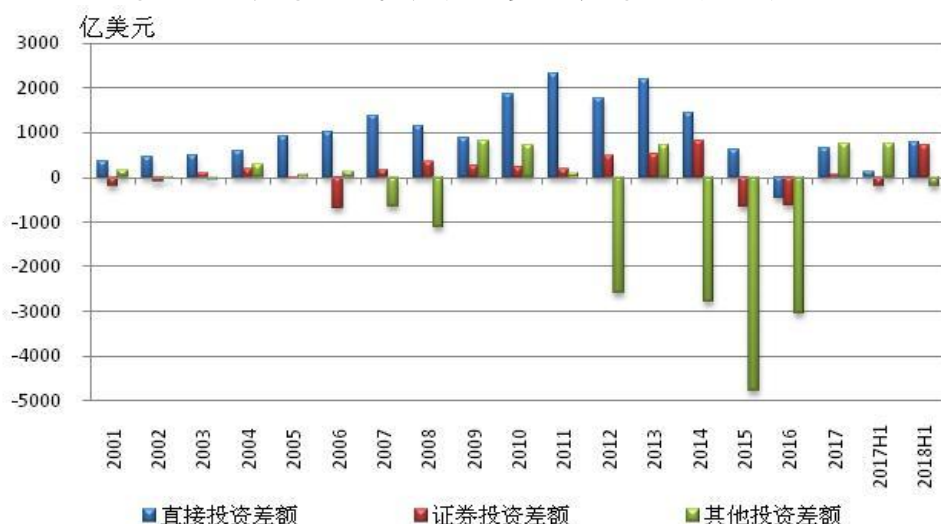
图 1-5)。

直接投资顺差较快上升。按国际收支统计口径³，上半年，直接投资顺差 798 亿美元，同比扩大 4.7 倍（见图 1-6）。其中，我国对外直接投资净流出（资产净增加）458 亿美元，同比增加 12%；境外对我国直接投资净流入（负债净增加）1256 亿美元，增加 1.3 倍。

证券投资转为顺差。上半年，证券投资顺差 713 亿美元，2017 年同期为逆差 195 亿美元（见图 1-6）。其中，我国对外证券投资净流出（资产净增加）378 亿美元，同比下降 6%；境外对我国证券投资净流入（负债净增加）1090 亿美元，增加 4.3 倍。

其他投资小额逆差。上半年，贷款、贸易信贷等其他投资逆差 203 亿美元，2017 年同期顺差 732 亿美元（见图 1-6）。其中，我国对外的其他投资净流出（资产净增加）803 亿美元，同比上升 50%；境外对我国的其他投资净流入（负债净增加）600 亿美元，下降 53%。

图 1-6 资本和金融账户主要子项目的收支状况

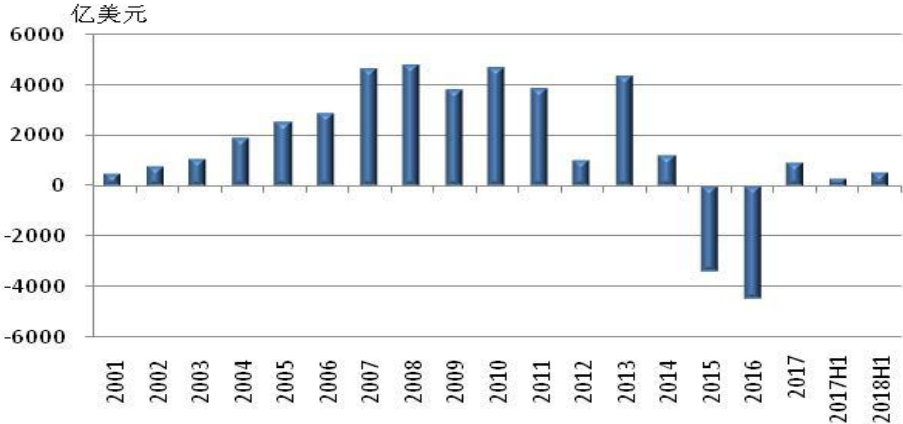


数据来源：国家外汇管理局。

³ 国际收支统计口径的直接投资与商务部统计口径的主要差异在于，国际收支统计采用资产负债原则编制和列示，商务部直接投资数据采用方向原则编制和列示，两者对反向（逆向）投资和联属企业间投资的记录原则不同。除上述原则外，国际收支统计中的直接投资负债与商务部来华直接投资的差异还在于，直接投资负债包括了外商直接投资企业的未分配利润、已分配未汇出利润、盈余公积、股东贷款、金融机构吸收外资等内容。

储备资产持续增加。2018年上半年，我国交易形成的储备资产（剔除汇率、价格等非交易价值变动影响）增加501亿美元。其中，交易形成的外汇储备增加494亿美元（见图1-7），一、二季度分别增加266亿美元和229亿美元。截至2018年6月末，我国外汇储备余额31121亿美元，较2017年同期余额上升553亿美元。

图 1-7 外汇储备资产变动额



数据来源：国家外汇管理局。

表 1-2 2018 年上半年和 2017 年上半年中国国际收支平衡表

单位：亿美元

项目	行次	2017 年 上半年	2018 年 上半年
1. 经常账户	1	683	-288
贷方	2	12,652	13,811
借方	3	-11,969	-14,098
1.A 货物和服务	4	783	80
贷方	5	11,255	12,521
借方	6	-10,472	-12,440
1.A.a 货物	7	2,144	1,553
贷方	8	10,269	11,366
借方	9	-8,126	-9,812
1.A.b 服务	10	-1,361	-1,473
贷方	11	986	1,155
借方	12	-2,346	-2,628
1.A.b.1 加工服务	13	87	81
贷方	14	88	82
借方	15	-1	-1
1.A.b.2 维护和维修服务	16	18	25
贷方	17	28	37
借方	18	-10	-12
1.A.b.3 运输	19	-262	-321
贷方	20	173	198
借方	21	-435	-519
1.A.b.4 旅行	22	-1,169	-1,202
贷方	23	160	209
借方	24	-1,329	-1,410
1.A.b.5 建设	25	10	25
贷方	26	53	69
借方	27	-42	-44
1.A.b.6 保险和养老金服务	28	-33	-27
贷方	29	18	27
借方	30	-51	-54
1.A.b.7 金融服务	31	8	6
贷方	32	14	16
借方	33	-7	-10
1.A.b.8 知识产权使用费	34	-121	-165
贷方	35	22	27
借方	36	-143	-193
1.A.b.9 电信、计算机和信息服务	37	45	35

贷方	38	136	147
借方	39	-91	-112
1.A.b.10 其他商业服务	40	76	94
贷方	41	282	329
借方	42	-206	-235
1.A.b.11 个人、文化和娱乐服务	43	-9	-10
贷方	44	4	4
借方	45	-12	-15
1.A.b.12 别处未提及的政府服务	46	-11	-13
贷方	47	8	10
借方	48	-19	-22
1.B 初次收入	49	-34	-303
贷方	50	1,250	1,146
借方	51	-1,284	-1,450
1.B.1 雇员报酬	52	85	49
贷方	53	117	100
借方	54	-32	-51
1.B.2 投资收益	55	-122	-364
贷方	56	1,130	1,034
借方	57	-1,252	-1,398
1.B.3 其他初次收入	58	2	12
贷方	59	3	13
借方	60	-1	-1
1.C 二次收入	61	-67	-65
贷方	62	147	143
借方	63	-213	-208
1.C.1 个人转移	64	-25	-6
贷方	65	37	33
借方	66	-62	-39
1.C.2 其他二次收入	67	-41	-59
贷方	68	110	110
借方	69	-151	-169
2. 资本和金融账户	70	389	785
2.1 资本账户	71	-1	-2
贷方	72	1	1
借方	73	-2	-3
2.2 金融账户	74	390	787
资产	75	-1,632	-2,153
负债	76	2,021	2,940
2.2.1 非储备性质的金融账户	77	679	1,288
资产	78	-1,342	-1,652

负债	79	2,021	2,940
2.2.1.1 直接投资	80	139	798
2.2.1.1.1 直接投资资产	81	-411	-458
2.2.1.1.1.1 股权	82	-419	-358
2.2.1.1.1.2 关联企业债务	83	8	-100
2.2.1.1.1.a 金融部门	84	-93	-98
2.2.1.1.1.1.a 股权	85	-93	-89
2.2.1.1.1.2.a 关联企业债务	86	0	-10
2.2.1.1.1.b 非金融部门	87	-318	-360
2.2.1.1.1.1.b 股权	88	-326	-270
2.2.1.1.1.2.b 关联企业债务	89	8	-90
2.2.1.1.2 直接投资负债	90	550	1,256
2.2.1.1.2.1 股权	91	520	824
2.2.1.1.2.2 关联企业债务	92	30	432
2.2.1.1.2.a 金融部门	93	53	88
2.2.1.1.2.1.a 股权	94	43	71
2.2.1.1.2.2.a 关联企业债务	95	10	18
2.2.1.1.2.b 非金融部门	96	497	1,168
2.2.1.1.2.1.b 股权	97	477	753
2.2.1.1.2.2.b 关联企业债务	98	21	415
2.2.1.2 证券投资	99	-195	713
2.2.1.2.1 资产	100	-401	-378
2.2.1.2.1.1 股权	101	-142	-147
2.2.1.2.1.2 债券	102	-259	-231
2.2.1.2.2 负债	103	206	1,090
2.2.1.2.2.1 股权	104	116	333
2.2.1.2.2.2 债券	105	90	757
2.2.1.3 金融衍生工具	106	3	-19
2.2.1.3.1 资产	107	5	-13
2.2.1.3.2 负债	108	-2	-6
2.2.1.4 其他投资	109	732	-203
2.2.1.4.1 资产	110	-536	-803
2.2.1.4.1.1 其他股权	111	-1	0
2.2.1.4.1.2 货币和存款	112	-83	-608
2.2.1.4.1.3 贷款	113	-665	-506
2.2.1.4.1.4 保险和养老金	114	-3	-9
2.2.1.4.1.5 贸易信贷	115	296	127
2.2.1.4.1.6 其他	116	-80	193
2.2.1.4.2 负债	117	1,267	600
2.2.1.4.2.1 其他股权	118	0	0
2.2.1.4.2.2 货币和存款	119	995	230
2.2.1.4.2.3 贷款	120	547	287

2.2.1.4.2.4 保险和养老金	121	2	-1
2.2.1.4.2.5 贸易信贷	122	-339	15
2.2.1.4.2.6 其他	123	62	68
2.2.1.4.2.7 特别提款权	124	0	0
2.2.2 储备资产	125	-290	-501
2.2.2.1 货币黄金	126	0	0
2.2.2.2 特别提款权	127	0	0
2.2.2.3 在国际货币基金组织的储备头寸	128	4	-7
2.2.2.4 外汇储备	129	-294	-494
2.2.2.5 其他储备资产	130	0	0
3.净误差与遗漏	131	-1,071	-498

注：1.本表根据《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）编制。

2.“贷方”按正值列示，“借方”按负值列示，差额等于“贷方”加上“借方”。本表除标注“贷方”和“借方”的项目外，其他项目均指差额。

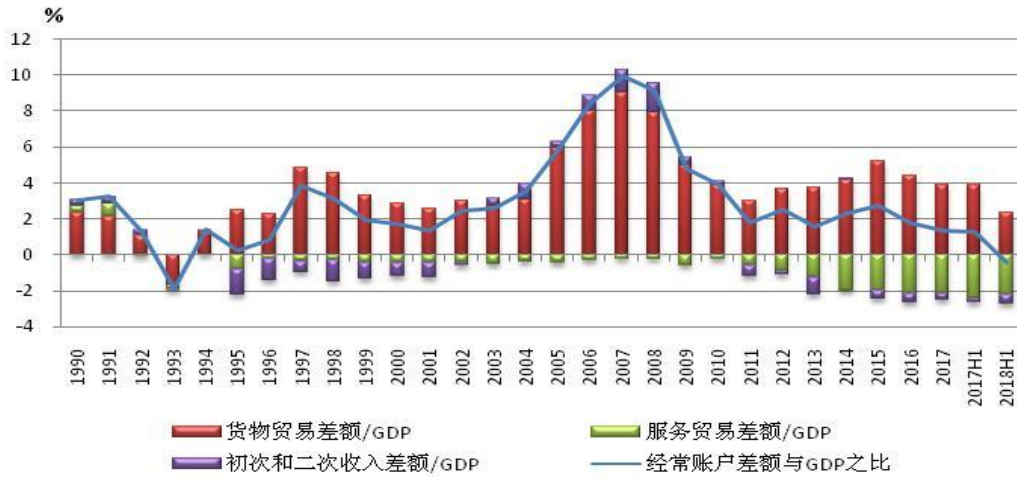
3.本表计数采用四舍五入原则。

数据来源：国家外汇管理局。

(三) 国际收支运行评价

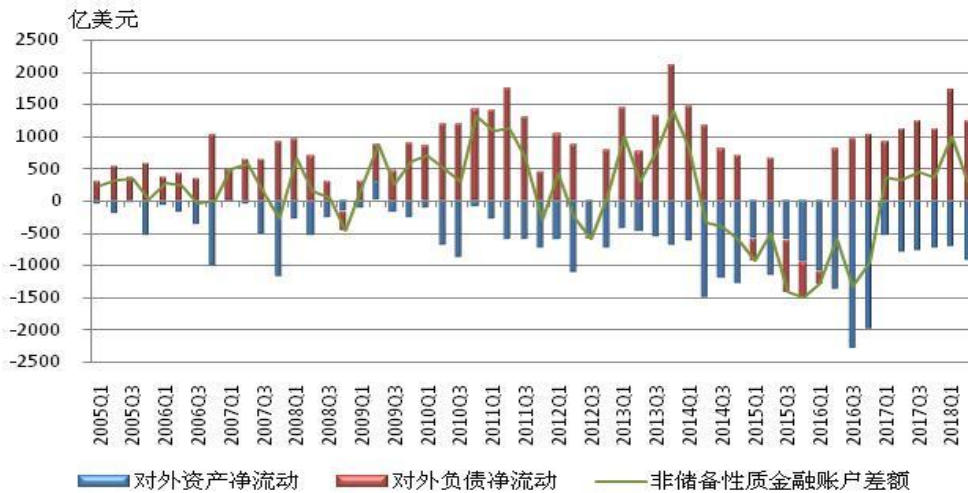
经常账户差额继续处于合理区间。2018年上半年，我国经常账户小额逆差 288 亿美元，与 GDP 之比为-0.4%。其中，一季度逆差 341 亿美元，二季度转为顺差 53 亿美元。分项目看，货物贸易差额与 GDP 之比为 2.4%，其中二季度货物贸易顺差较一季度增长 1 倍，是经常账户由逆差转为顺差的主要原因；服务贸易差额与 GDP 之比为-2.2%，较上年同期收窄 0.2 个百分点；初次和二次收入差额与 GDP 之比为-0.5%（见图 1-8）。

图 1-8 经常账户差额与 GDP 之比及其结构



数据来源：国家外汇管理局，国家统计局。

图 1-9 非储备性质的金融账户资本流动情况

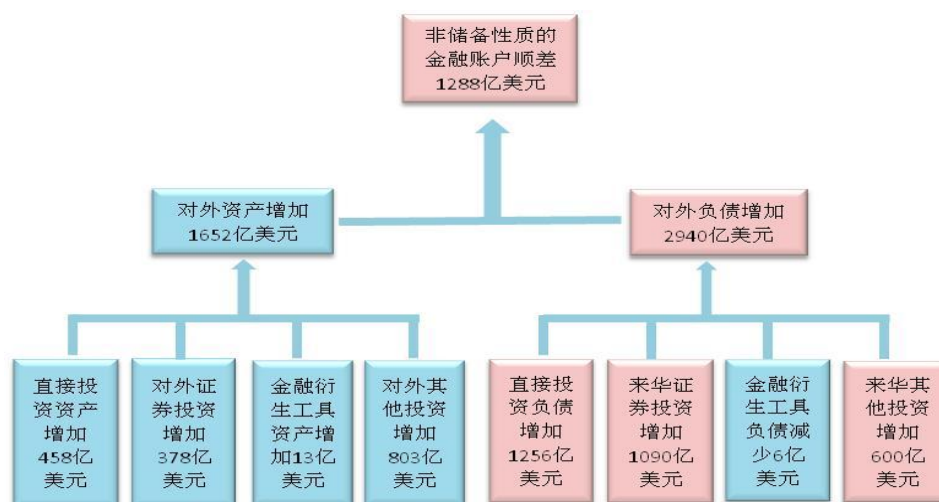


数据来源：国家外汇管理局。

非储备性质的金融账户顺差扩大。上半年，国际金融市场波动性上升，多数新兴市场国家货币贬值和资金外流压力增加。但我国跨境资金流动保持稳定，非储备性质的金融账户顺差 1288 亿美元，同比扩大 90%，自 2017 年以来连续第 6 个季度保持顺差（见图 1-9）。

境内主体对外投资平稳增加。上半年，境内主体对外直接投资、证券投资和其他投资等资产合计净增加 1652 亿美元，同比多增 23%。其中，对外直接投资资产净增加 458 亿美元，多增 12%；境外股权、债券等证券投资相关资产净增加 378 亿美元，少增 6%；对外存款、贷款等其他投资资产净增加 803 亿美元，多增 50%（见图 1-10）。

图 1-10 2018 年上半年我国跨境资本流动的结构分析



数据来源：国家外汇管理局。

境外主体来华各类投资增长加快。上半年，外国来华直接投资、证券投资和其他投资等外来投资净流入（即对外负债净增加）2940 亿美元，较上年同期增长 45%，为 2012 年以来同期最高水平。主要由于我国扩大对外开放相关措施连续推进，国内营商环境不断改善，金融市场开放程度进一步提高，境外主体更加积极地投资境内市场。上半年，来华直接投资项下资本净流入 1256 亿美元，同比增长 1.3 倍；来华证券投资项下资本净流入

1090 亿美元，增长 4.3 倍。此外，存款、贷款等其他投资项下资金净流入 600 亿美元，下降 53%，主要是二季度相关资金流入放缓，外债增幅更趋平稳（见图 1-10）。

我国国际收支延续自主平衡格局。2018 年以来，无论是一季度经常账户、非储备性质金融账户“一逆一顺”的平衡状态，还是二季度经常账户小幅顺差、非储备性质金融账户持续顺差的情形，我国外汇储备均保持基本稳定（见图 1-11），说明我国国际收支交易实现了自我调节、自主平衡，体现了国内经济保持稳定、对外开放逐步深化、人民币汇率市场化形成机制进一步完善的积极效果。

图 1-11 国际收支差额与外汇储备资产变动



数据来源：国家外汇管理局。

专栏 1

如何看待我国经常账户的演变

本世纪以来我国经常账户发生较大变化。2008 年以前，随着涉外经济快速发展，经常账户顺差较快增加，与 GDP 之比从 2001 年的 1.3% 升至 2007 年的 9.9%。2008 年后总体回落，2010 年降至 3.9%，2011 年起基本维持在 2% 左右，2018 年上半年更趋平衡。上述变化可从以下四个方面客观、理性地看待。

当前我国经常账户收支依然处于基本平衡的合理区间。2016年和2017年，经常账户顺差与GDP之比分别为1.8%和1.3%，部分季度顺差与GDP之比最低达到过0.5%，说明近几年我国经常账户收支已经达到了平衡的区间，受内需、外需以及国际大宗商品价格等周期性因素以及季节性因素影响，小幅顺差和小幅逆差很容易交替出现，但都属于基本平衡的范畴。在实践中，国际上研究认为经常账户逆差是否持续超过GDP的4%-5%左右，是一个关键的早期预警指标。

我国经常账户演变是国内经济发展和经济结构优化的客观反映。一方面，随着我国经济向高质量发展迈进，国内制造业转型升级使得近年来货物贸易顺差扩张势头放缓。国际经验表明，当一国制造业发展较快时，产能输出较大，货物贸易往往呈现顺差。制造业发展到一定程度后，随着国民收入的提高，生产要素成本等比较优势逐步减弱，需要转型升级，货物贸易顺差将有所下降，历史上的美、日、韩、中国台湾均有此规律。另一方面，随着我国居民收入水平的持续提升，消费能力进一步增强，消费升级有所加快，跨境消费随之增多。近年来，我国居民收入持续增加、财富效应逐步显现，改变了很多国内居民的消费观念，进一步加快了消费升级的速度，驱动我国居民不断拓宽消费渠道，包括境外商品与服务，这与日本、韩国的历史发展趋势类似。同时，我国人口结构变化、抚养比上升也推动消费有所增加。

我国经常账户趋向平衡具有十分重要的积极意义。一是体现了我国经济转向高质量发展的效果。我国经常账户顺差从高位回落到基本平衡格局，说明我国经济的内外部平衡取得实质进展，内需对拉动经济增长的作用显著增加。2008年至2017年，内需对我国经济增长的年均贡献率达到了105.7%。二是反映了我国经济发展模式的转变。在我国国民收入逐步提升的背景下，通过低廉劳动力、消耗资源甚至损害环境来获得竞争力并推动出口的发展模式不可取，以供给侧结构性改革推动国内制造业转型升级是必由之路。三是有利于提高我国宏观调控的主动性。四是对于全球经济再平衡具有重要贡献。

未来我国经常账户收支有望保持相对合理的水平。主要原因：一是我国制造业在国民经济中将长期处于比较重要的位置。当前，国内已经形成了较成熟的制造业基础设施，具有大量的技术工人，产业链条也比较完备，在全球的竞争力依然较强。未来随着制造业转型升级逐步推进，有助于货物贸易在中长期维持合理、稳定的发展格局。就如德国、日本等中高端制造业决定了其对外贸易总体状况，中国台湾和韩国在制造业转型升级后货物贸易盈余稳步回升一样。二是我国居民跨境消费将更加理性和稳定。以服务贸易项

下表现较突出的境外旅游、留学消费为例，近年来达到较高水平后有所企稳，2015年至2017年国际旅行支出（含旅游、留学等）与GDP之比为2.3%、2.2%和2.1%，2018年上半年为2.1%。同时，随着我国制造业转型升级以及生态环境、教育、旅游等软实力的提升，国内居民境内消费的选择也会增多，将对境外消费形成替代作用。三是我国对外资产结构将逐步优化，直接投资等非储备性质的对外资产占比仍会进一步上升，有助于提高我国境外投资收益，增加相关的经常账户收入。总体看，我国经常账户出现持续大幅逆差的概率较低。

未来我国将贯彻新发展理念，以供给侧结构性改革为主线，提高供给体系质量，发展先进制造业，加快建设制造强国，支持传统产业优化升级，发展现代服务业，促进我国产业迈向全球价值链中高端，为我国经常账户收支保持在合理区间奠定更加坚实的基础。

二、国际收支主要项目分析

（一）货物贸易

货物贸易规模较快增长，进出口更趋平衡。全球经济持续复苏，国内经济平稳向好，推动我国外贸进出口稳中有进。据海关统计，2018年上半年，我国进出口总额2.2万亿美元，同比增长16%，增速较上年同期加快3.4个百分点。其中，出口增长13%，提高4.9个百分点；进口增长20%，提高1.1个百分点；进出口顺差1378亿美元。上半年，我国外贸依存度（即进出口总额/GDP）为33.5%，较上年同期略降0.7个百分点，仍处于近年来的较低水平（见图2-1）。

图 2-1 进出口差额与外贸依存度



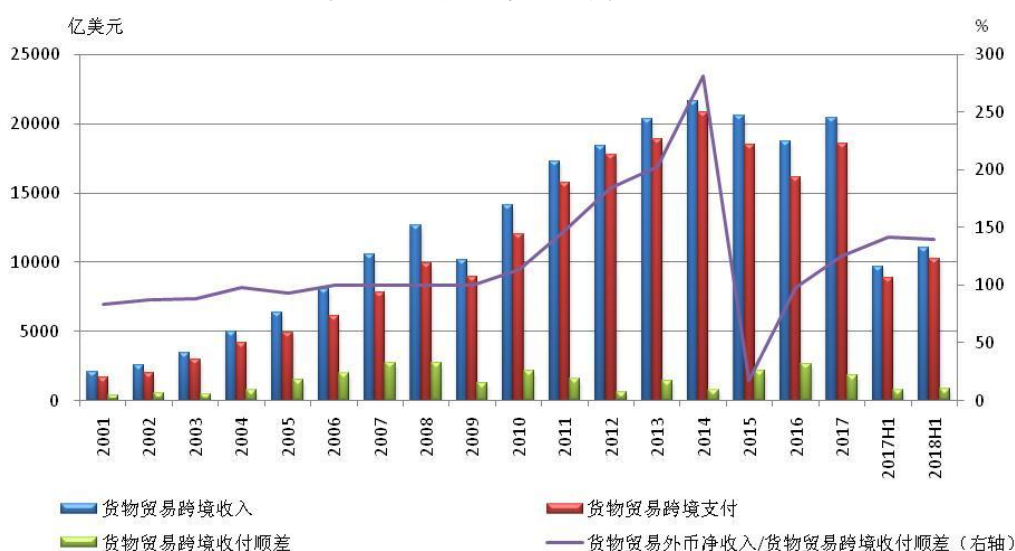
数据来源：海关总署，国家统计局。

外贸进出口增长主要由数量增长拉动，内外需稳定是主因。根据海关统计（人民币计价），2018年上半年，出口数量指数月均上升6.8%，出口价格指数月均上升0.4%；进口数量指数月均上升9.3%，进口价格指数月均上升2.0%。初步测算，上半年出口数量变化对出口增长的贡献达90.5%，价格变化贡献为9.5%，主要是机电、高新技术产品出口较快增长，表明出

口商品结构继续优化。进口数量变化对进口增长贡献达 80.6%，价格贡献度为 19.4%，其中，天然气进口量同比增长 35.4%。

货物贸易跨境外币收付顺差扩大，人民币收付逆差保持稳定。2018 年上半年，我国货物贸易跨境收入（海关可比统计口径，下同）较上年增加 14%，跨境支付增加 15%，顺差 831 亿美元，扩大 5%。其中，跨境外汇收付顺差 1161 亿美元，较上年增加 3%；跨境人民币收付逆差 330 亿美元，与上年同期基本持平。

图 2-2 货物贸易跨境收付

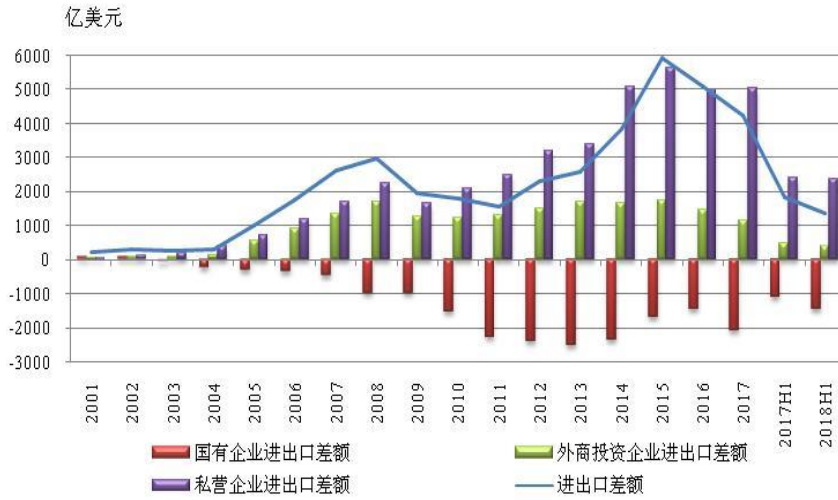


数据来源：国家外汇管理局。

民营企业进出口顺差稳定，国有企业逆差增加，外资企业顺差下降。

2018 年上半年，民营企业进出口顺差 2390 亿美元，与上年同期基本持平；国有企业进出口逆差 1436 亿美元，增长 34.8%；外资企业进出口顺差 395 亿美元，收窄 18.8%（见图 2-3）。

图 2-3 按贸易主体货物贸易差额构成

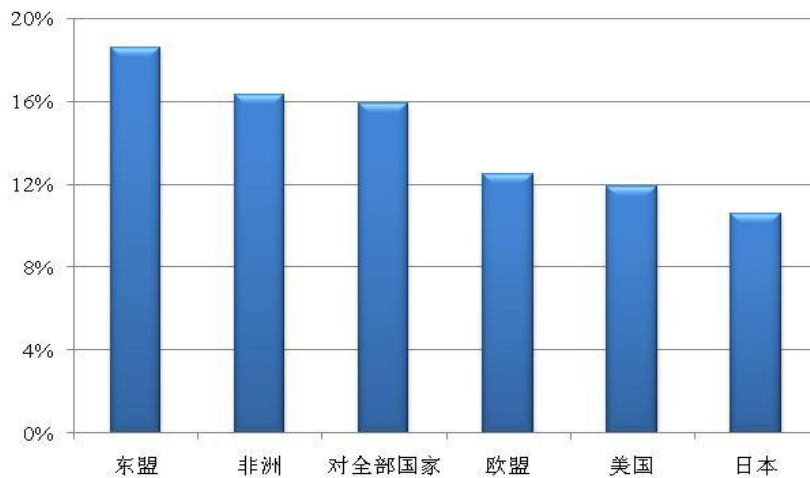


数据来源：海关总署。

我国对外贸易伙伴多元化有所推进，与新兴经济体经贸往来更加紧密。

上半年，我国与美国、欧盟、日本的进出口增速低于全部进出口增速，与东盟、非洲国家的进出口增速相对较高（见图 2-4）。从占比看，上半年我国对美国、欧盟、日本出口之和占我国总出口的比值同比下降 0.6 个百分点，对东盟出口占比提高 0.5 个百分点；从美国、欧盟、日本进口之和占我国总进口的比值同比下降 1.8 个百分点，从亚洲、非洲国家和地区进口之和占比总体提高 0.7 个百分点。

图 2-4 2018 年上半年我国对主要国家和地区进出口总量增速情况



数据来源：环亚经济数据库。

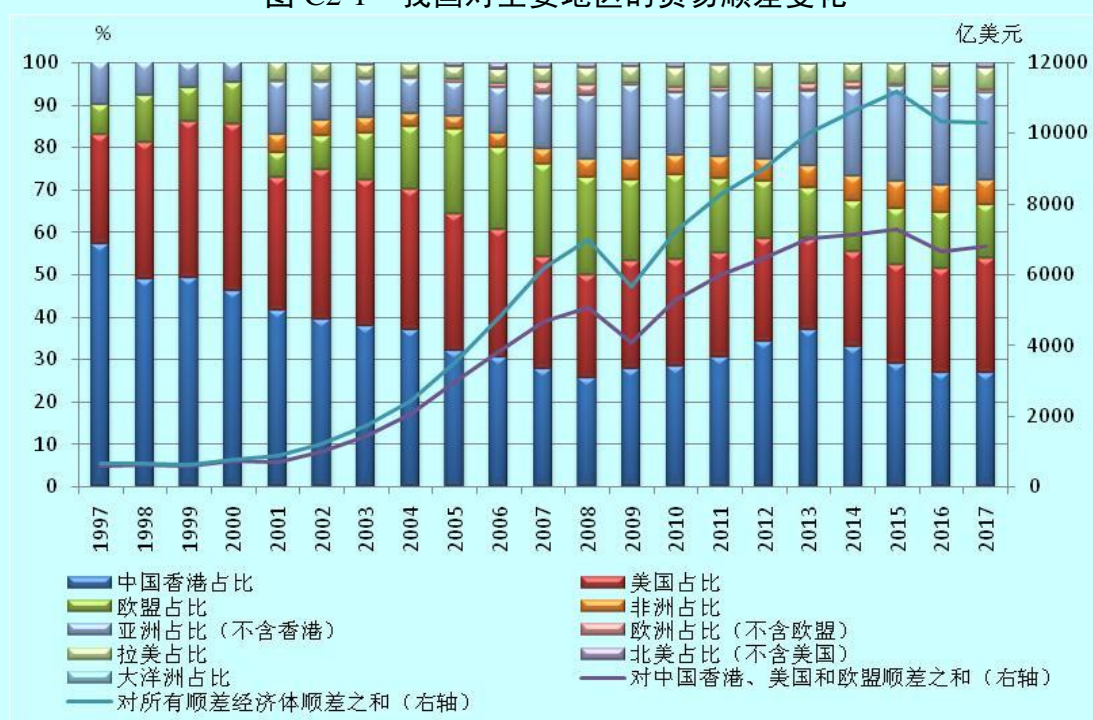
专栏 2

国际产业分工和转移促成我国货物贸易差额格局

国际产业转移是指一经济体的企业按照比较优势的原则，通过跨经济体的直接投资和国际贸易方式，把部分产业的生产、销售甚至研发转移至另一经济体，从而出现该产业的空间分布发生迁移。与日本、德国、亚洲“四小龙”⁴均因承接国际产业转移，成为货物贸易顺差经济体的路径相似，20世纪80年代以来，我国依托人口红利和改革红利，主动融入全球产业分工，积极发展制造业，逐步形成贸易顺差格局。

海关统计显示，1997年以来，我国对外货物贸易迅猛发展，贸易伙伴遍及全球200多个经济体，从贸易差额来看，货物贸易顺差和逆差伙伴经济体集中度均较高。顺差方面，中国香港、美国和欧盟是最主要来源地。1997年-2017年，我国对上述三地的合计顺差占全部顺差来源地总计顺差的近八成。逆差方面，来源地集中在原制造业转出区域（如中国台湾、韩国）及资源国（如澳大利亚）。1997年-2017年，我国对中国台湾和韩国的合计逆差占全部逆差来源地总计逆差的近五成。

图 C2-1 我国对主要地区的贸易顺差变化



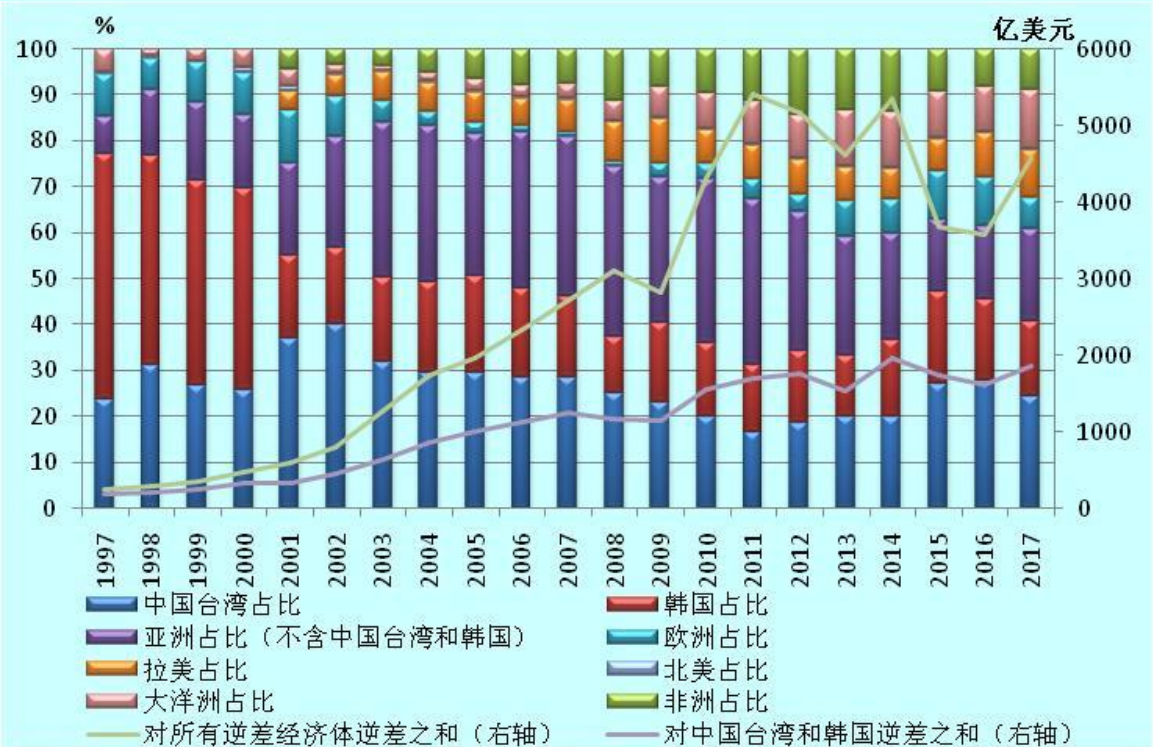
数据来源：环亚数据库。

我国贸易顺差高度集中在中国香港、美国和欧盟（含英国）等发达经济体，我国对

⁴ 中国香港、中国台湾、新加坡和韩国。

上述三地顺差规模逐年增长，但占比有所下降。1997年-2017年，我国对上述三地顺差规模呈上升趋势，2017年顺差之和为6818亿美元，较1997年增长11倍。从占比看，我国对上述三地顺差占我国所有顺差伙伴经济体总顺差的年均占比为78%，2017年的占比为66%，呈下降趋势。同时，我国对亚洲（不含中国香港）的顺差增长最快，由2001年的12%跃升至2017年的21%；我国对非洲的顺差占比有所增长，由2001年的4%升至2017年6%；对拉美的贸易顺差占比则一直稳定在4%左右。

图 C2-2 我国对主要地区的贸易逆差变化



数据来源：环亚数据库。

货物贸易逆差来源地集中在原制造业转出区域（如中国台湾、韩国）及资源国（如澳大利亚）。一是产业转移导致中国台湾和韩国成为我国对外贸易逆差最主要来源经济体。从占比看，1997年-2017年，我国对中国台湾和韩国的逆差在所有逆差伙伴经济体总逆差中的年均占比为49%。从规模看，1997年以来，我国一直对中国台湾和韩国两经济体呈现较大逆差，2017年，逆差之和达到1859亿美元，较1997年增长9倍。2017年，我国从中国台湾和韩国进口产品中分别有70%和59%是机电、音像设备及其零件和附件，这些进口贸易的目的是加工再出口，最终会形成更多的对欧美等地的出口，从而进一步推升我国贸易的整体顺差。二是另一类逆差来自于我国对资源、能源的进口。以2017年为例，我国对澳大利亚的贸易逆差占比排名第三，占总逆差的12%，进口的主要产品是资源类产品。

总体看，国际产业分工和转移深刻影响我国贸易差额格局。多年以来，我国自身劳动力比较优势同境外资本、技术和管理优势有机结合，发展了本国制造业，形成了长期贸易顺差格局，这是全球产业转移的重要体现与客观结果。未来，随着国内产业结构的优化调整，我国在国际产业链中的地位也将逐步上移，有助于推动对外贸易朝着更高质量和更高水平发展。

（二）服务贸易

服务贸易总规模增长。2018 年上半年，我国服务贸易收支总额 3783 亿美元，同比增长 14%，占当期货物贸易总额的比例为 18%（见图 2-5）。除加工服务外，服务贸易各项目规模均有所增长，其中知识产权使用费、维护和维修服务以及金融服务收支总额增速较高，分别增长 33%、29%和 22%，而加工服务收支总额小幅下降 6%。

图 2-5 货物贸易和服务贸易收支总额比较

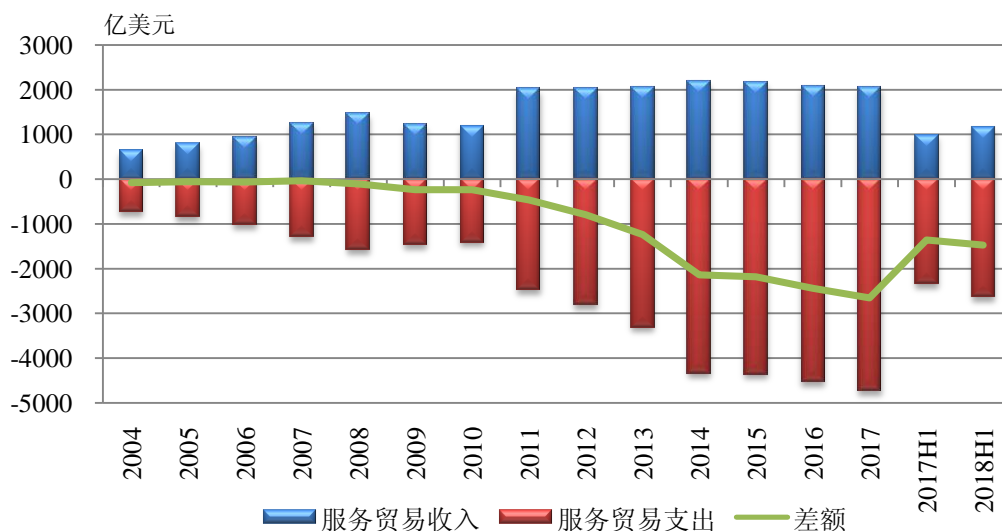


数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易收入有所增长。2018 年上半年，服务贸易收入为 1155 亿美元，同比增长 17%（见图 2-6）。占服务贸易比重较大的项目中，研究和开发、专业和管理咨询等其他商业服务收入占比 29%，同比增长 17%；旅行收入

占比 18%，同比增长 30%；运输收入占比 17%，同比增长 14%。

图 2-6 服务贸易收支情况

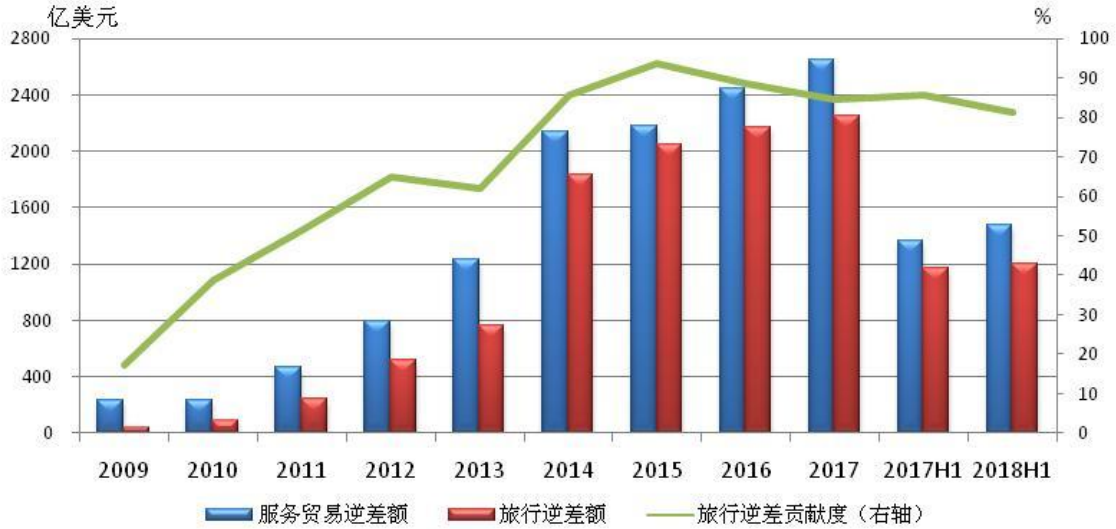


数据来源：国家外汇管理局。

服务贸易支出保持增长。2018 年上半年，服务贸易支出 2628 亿美元，同比增长 12%。占服务贸易支出比重较大项目中，旅行支出占比 54%，同比增长 6%；运输支出占比 20%，同比增长 19%；研究和开发、专业和管理咨询等其他商业服务支出占比 9%，同比增长 14%；知识产权支出占比 7%，同比增长 35%。

服务贸易逆差小幅增加。2018 年上半年，服务贸易逆差为 1473 亿美元，同比增长 8%，旅行逆差仍为服务贸易逆差主要来源，占比 82%，略有回落（见图 2-7）。2018 年上半年，旅行逆差 1202 亿美元，增长 3%，增速有所放缓。服务逆差中排名第二的是运输，逆差 321 亿美元，增长 22%，主要是上半年我国货物进口增长 20%，货运运输支出相应增长，导致运输逆差上升。

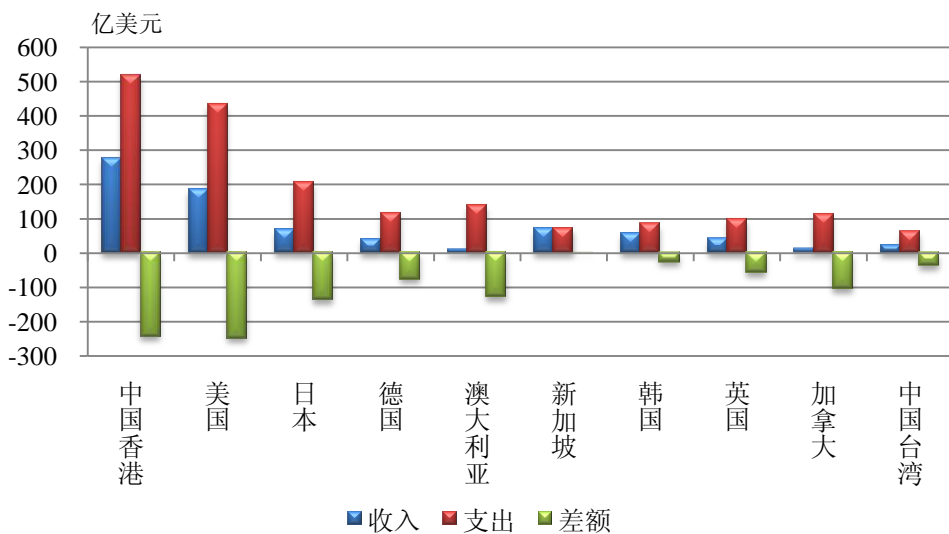
图 2-7 旅行项目逆差对服务贸易逆差贡献度



数据来源：国家外汇管理局。

逆差国家和地区保持高集中度趋势。2018 年上半年，我国服务贸易前十大伙伴国（地区）依次为中国香港、美国、日本、德国、澳大利亚、新加坡、韩国、英国、加拿大和中国台湾，贸易规模达 2635 亿美元，占总规模的 69%。其中，除对新加坡为顺差外，我国对其余九个主要贸易伙伴国（地区）的服务贸易均呈逆差，逆差规模排名前五的贸易伙伴国（地区）为美国、中国香港、日本、澳大利亚和加拿大（见图 2-8）。

图 2-8 2018 年上半年我国对主要贸易伙伴服务贸易收支情况



数据来源：国家外汇管理局。

（三）直接投资

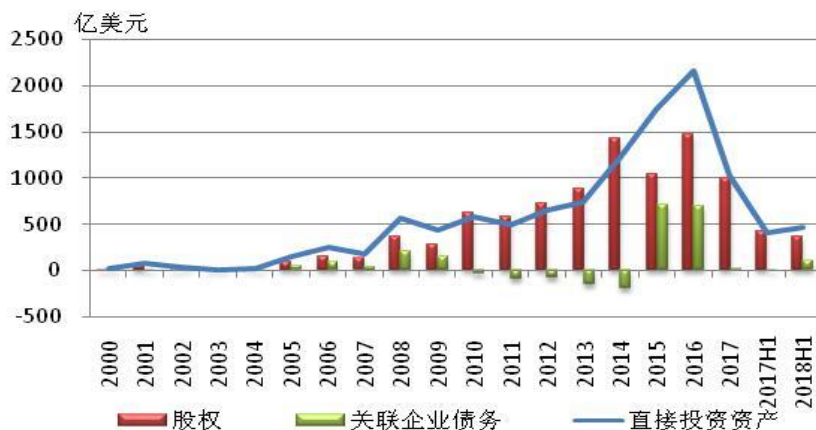
直接投资呈现较大净流入⁵。2018年上半年，我国国际收支口径的直接投资净流入798亿美元（见图2-9），同比多增4.7倍。

图 2-9 直接投资基本情况



数据来源：国家外汇管理局。

图 2-10 直接投资资产状况



数据来源：国家外汇管理局。

直接投资资产⁶保持增长。2018年上半年，我国直接投资资产（主要是我国对外直接投资）净增加458亿美元，同比多增12%（见图2-10），我

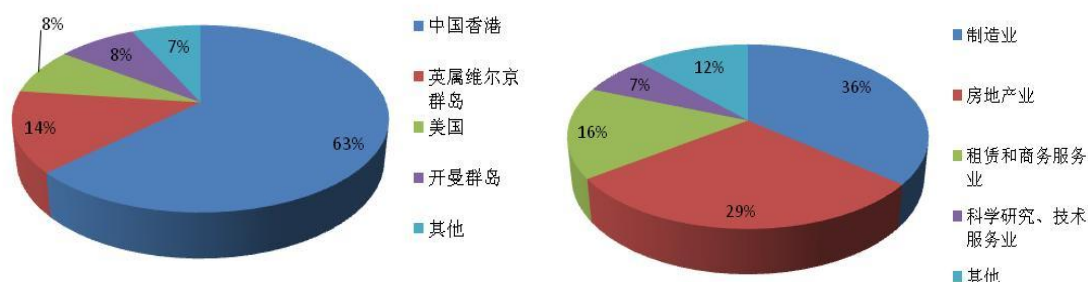
⁵ 直接投资净流动指直接投资资产净增加额（资金净流出）与直接投资负债净增加额（资金净流入）之差。当直接投资资产净增加额大于直接投资负债净增加额时，直接投资项目为净流出。反之，则直接投资项目为净流入。

⁶ 直接投资资产以我国对外直接投资为主，但也包括少量境内外商投资企业对外母公司的反向投资等。

国企业对外直接投资增长理性平稳。

从投资形式看，对外直接投资整体稳定有序。一是股权投资类资产净增加 358 亿美元，同比少增 14%。直接投资中的股权投资属于长期投资，此类交易增幅趋缓表明，在国内经济持续向好和国际环境不稳定、不确定因素仍然较多的环境下，境内企业在经历近年的对外直接投资高速增长后，更趋理性和均衡看待对外长期投资和资产配置。二是对境外关联公司贷款等资产净增加 100 亿美元，上年同期为净减少 8 亿美元，对境外关联公司的借贷往来在上年同期大幅下降后有所恢复。

图 2-11 2018 年上半年我国非金融部门直接投资资产的分布情况
(按投资目的地、国内行业划分)



数据来源：国家外汇管理局。

分部门看，对外直接投资结构进一步优化。一是非金融部门的直接投资资产净增加 360 亿美元，同比多增 13%。在国内“走出去”的行业中，制造业继续保持首位，占比为 36%（见图 2-11）。境内企业对外直接投资目的地更为分散。一方面，中国香港、英属维尔京和开曼群岛等资金进出管理相对宽松的国家/地区仍是境内企业“走出去”分布较为集中的地区。另一方面，排名前二十位的“走出去”目的地国家/地区中，七个为“一带一路”沿线国家。我国对排名前二十位国家中“一带一路”国家的直接投资金额同

比增长 15%。二是金融部门的直接投资资产净增加 98 亿美元，同比多增 6%，基本来自银行部门。

直接投资负债⁷继续保持较大净流入。2018 年上半年，直接投资负债净增加 1256 亿美元，较上年多增 1.3 倍，净流入规模仍保持较高水平。

从投资形式看，来华直接投资规模增加较快。一是股权投资类负债净增加 824 亿美元，同比多增 59%（见图 2-12）。来华直接投资中股权投资从年初以来大幅增长，表明随着供给侧结构改革尤其是对外开放政策的推进，外资仍长期看好我国经济，保持对我国经济发展前景的信心。二是接受境外关联公司贷款等负债净增加 432 亿美元，上年同期为 30 亿美元，说明在我国经济前景较好和对外开放政策红利释放的环境下，外商投资企业能够更为灵活地利用国内和国际两个市场、两种资源，同时也与上年同期因宏观经济形势预期偏弱导致基数偏低有关。

图 2-12 直接投资负债状况



数据来源：国家外汇管理局。

分部门看，来华直接投资产业结构明显调整。一是非金融部门的直接投资负债净增加 1168 亿美元，同比多增 135%，占直接投资负债净增加额

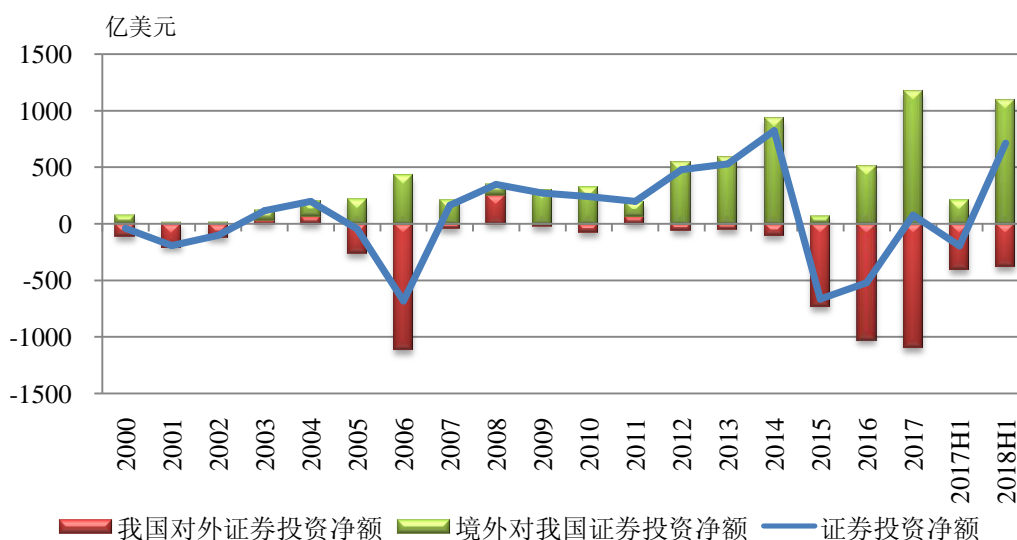
⁷ 直接投资负债以吸收来华直接投资为主，但也包括少量境外子公司对境内母公司的反向投资等。

的九成。随着我国经济结构转型的不断推进，境外股东不断调整其投向。2018年上半年，租赁和商业服务业成为非金融部门吸收直接投资最多的行业，占比26%。同时，对我国直接投资最多的国家/地区仍是中国香港，占比逾七成，其次是开曼群岛、德国和美国，三国（地区）合计占比12%，其中美国占比较上年同期上升2个百分点。二是金融部门的直接投资负债净增加88亿美元，同比多增68%，主要是收益再投资，投向主要是银行业和保险业等，说明境内金融机构的经营状况较好。

（四）证券投资

证券投资总体呈现净流入，且规模较大。2018年上半年，我国证券投资项下净流入713亿美元，上年同期为净流出195亿美元（见图2-13）。主要是境外对我国证券投资流入大幅增加。从交易工具看，2018年上半年，股权和债券投资分别净流入186亿和526亿美元，上年同期分别为净流出25亿和170亿美元。

图 2-13 跨境证券投资净额



注：我国对外证券投资正值表示减持对外股权或债券，负值表示增持对外股权或债券；境外对我国证券投资正值表示增加对国内股权或债权投资，负值表示减少对国内股权或债券投资。

数据来源：国家外汇管理局。

对境外证券投资增幅略有回落。上半年，我国对外证券投资增加（净流出）378 亿美元，同比少增 6%。其中，股权投资增加 147 亿美元，债券投资增加 231 亿美元。

从对外证券投资的渠道看，一是境内银行等金融机构投资境外股票和债券 206 亿美元；二是国内居民通过“港股通”和“基金互认”等渠道购买境外证券类资产 99 亿美元；三是合格境内机构投资者（QDII 及 RQDII）投资非居民发行的股票和债券合计 54 亿美元；四是我国居民购买非居民境内发行债券 46 亿美元。此外持有境外银行承兑远期信用证到期净回流 15 亿美元。

境外对我国证券投资净流入大幅上升。上半年，境外对我国证券投资净流入 1090 亿美元，同比增长 4.3 倍。其中，境外对我国股权投资净流入 333 亿美元，同比增长 1.9 倍；债券投资净流入 757 亿美元，同比增长 7.5 倍。在新兴市场国家吸收外来证券投资普遍为净流出的背景下，虽然上半年人民币汇率有所波动，但我国 A 股纳入明晟（MSCI）新兴市场指数、“债券通”的推出、彭博宣布将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入巴克莱全球综合指数等一系列积极信号，以及境内外市场利差带来的投资机会，使得证券投资为净流入。说明人民币资产在全球资产配置中保持较强的吸引力，吸引外资不断流入。

从境外对我国证券投资的主要渠道看，一是境外机构投资境内债券市场 698 亿美元；二是“沪股通”和“深股通”渠道流入资金 261 亿美元；三是非居民购买我国机构境外发行的股票、债券 63 亿美元。此外，合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）对境内证券投资减

少 19 亿美元；银行承兑远期信用证（附汇票）净流入 17 亿美元。

专栏 3

资本市场加快开放 证券投资差额由逆转顺

2018 年上半年，我国推出多项改革措施，资本市场对外开放程度不断提升，证券投资项下总体呈现净流入状态。一是合格境外机构投资者境内证券投资更加便利。为进一步完善合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理，取消了 QFII 资金汇出比例要求和 QFII/RQFII 锁定期要求，允许 QFII/RQFII 开展外汇套期保值。2018 年 1-6 月，共有 3 家 QFII 机构获批 33 亿美元额度，5 家 RQFII 机构获批 182.1 亿元人民币额度。二是沪（深）港通项下资金大幅净流入。香港联合交易所统计数据显示，2018 年 1-6 月，沪港通下“沪股通”和深港通下“深股通”累计净买入金额 1602.02 亿元人民币，“港股通”累计净买入金额 949.27 亿港元。2018 年上半年，沪（深）港通项下资金净流入超过 800 亿元人民币。三是境外投资者对银行间债券市场兴趣浓厚。境外投资者通过银行间债券市场直投和债券通等新渠道积极投资银行间债券市场。根据中央国债登记结算有限公司的统计数据，截至 2018 年 6 月底，境外投资者在银行间债券市场的托管量总计约 1.3 万亿元人民币，较上年末增长超过 0.3 万亿元人民币。四是境外投资者积极参与境内商品期货市场。2018 年上半年，我国原油期货和铁矿石期货成功引入境外投资者，境外投资者累计净汇入资金超过 1 亿美元。

证券项下顺差与我国资本市场对外开放程度的提升息息相关。一是 A 股、债券市场纳入国际指数吸引投资资金流入。今年 A 股纳入 MSCI 指数和明年债券市场纳入彭博巴克莱全球综合指数等，引导境外投资者投资我国 A 股市场和债券市场，增加人民币资产配置。二是原油、铁矿石期货市场在今年上半年对外开放，引入国际投资者参与我国商品期货市场，我国商品期货价格的国际影响力显著提升。三是市场普遍认为当前中国资本市场处于价值洼地，中长期投资的外资机构提前开展投资布局。

预计未来证券项下仍将保持顺差状态，境外投资者将继续积极投资我国资本市场。一是我国资本市场仍将继续扩大对外开放。从国际经验看，境外投资者持有我国股票、债券的比例还有很大的增长空间。二是预计追踪指数的国际投资者将相应增持我国股票和债券，带来证券投资项下资金流入。

（五）其他投资

其他投资总体呈现净流出。2018年上半年，我国其他投资项下净流出（净资产增加）203亿美元，而上年同期为净流入（净资产减少）732亿美元（见图2-14）。其中，货币和存款净流出378亿美元；贷款净流出218亿美元；贸易信贷净流入142亿美元；其他应收应付表现为净流入261亿美元。

图 2-14 其他投资净额



数据来源：国家外汇管理局。

其他投资项下资产增幅上升。上半年，我国其他投资项下对外资产增加803亿美元，同比多增50%。境内主体参与国际经济活动较为活跃，其中，对外贷款增长较快，为506亿美元，主要为银行部门对外放款。贸易信贷资产下降127亿美元，反映出口企业汇率预期平稳。

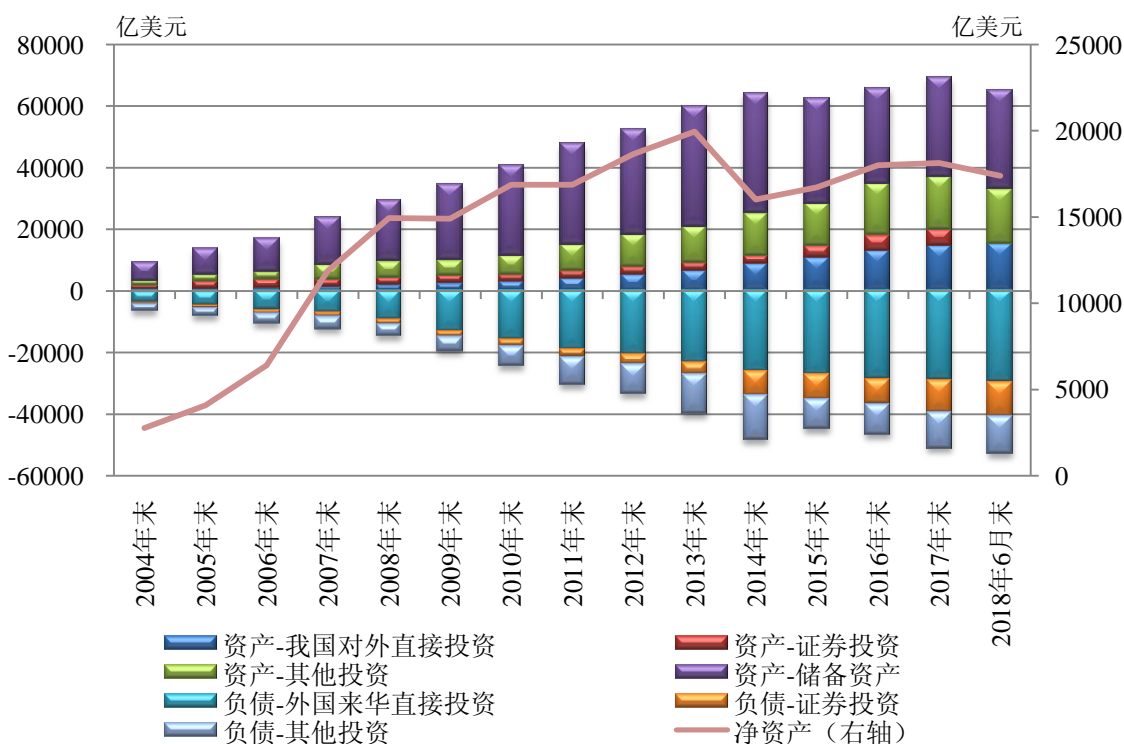
其他投资项下负债增幅回落。上半年，我国其他投资项下对外负债增加600亿美元，同比少增53%。主要变化项目有：一是我国获得境外贷款增加287亿美元，我国企业利用外部贷款表明我国经济形势企稳向好，同时与境内外利差直接相关。二是吸收货币和存款增加230亿美元，主要是

银行吸收非居民外币存款增加所致。三是贸易信贷负债增加 15 亿美元，上年同期为减少 339 亿美元，主要是进口同比增长 20% 带动进口应付增加，同时也反映出货物进口企业汇率预期较为稳定。

三、国际投资头寸状况

对外金融资产和负债⁸均保持增长。2018年6月末，我国对外金融资产70377亿美元，较上年末（下同）增长1.6%；对外负债52975亿美元，增长3.6%；对外净资产为17402亿美元，下降4.1%（见图3-1）。

图 3-1 对外金融资产、负债及净资产状况



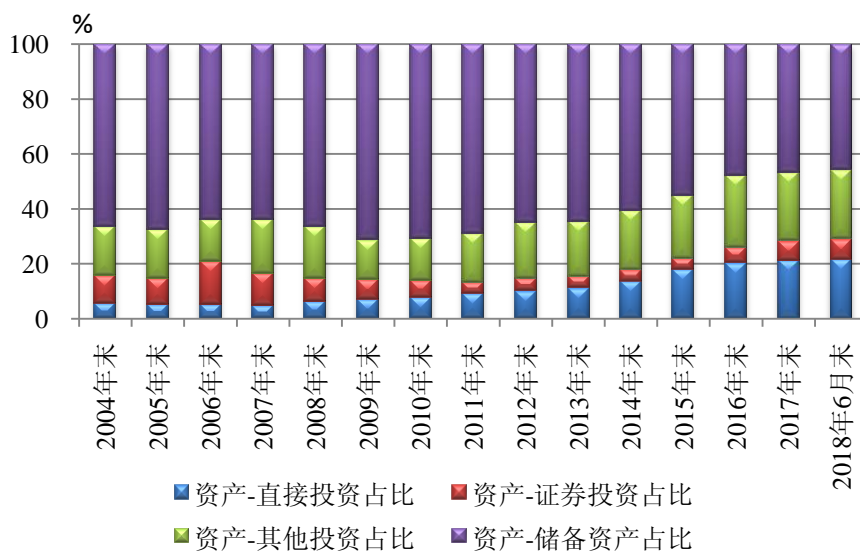
数据来源：国家外汇管理局。

对外资产中储备资产仍居首位，但民间部门持有占比继续上升。2018年6月末，我国对外金融资产中，国际储备资产余额为32105亿美元，较上年末微降0.8%，其中由交易引起的储备资产余额增加501亿美元，由汇率及价格等非交易因素引起的储备资产余额减少755亿美元。储备资产占我国对外金融资产总额的46%，继续占据对外资产首位，但比重较上年末

⁸ 对外金融资产和负债包括直接投资、证券投资及存贷款等其他投资。之所以对外直接投资属于金融资产范畴，是因为境内投资者持有的是境外被投资企业的股权，这与证券投资中的股权投资无本质区别，只是直接投资通常持股比例较高，意在影响或控制企业的生产经营活动。反之，外来直接投资则属于对外金融负债范畴，也是境外投资者对外商投资企业的权益。

减少 1 个百分点，为 2004 年公布国际投资头寸数据以来的最低水平；直接投资资产 15222 亿美元，占资产总额的比重为 22%，较上年末增加 1 个百分点；证券投资资产 5183 亿美元，占比 7%；金融衍生工具资产 66 亿美元，占比 0.1%；存贷款等其他投资资产 17801 亿美元，占比 25%（见图 3-2）。

图 3-2 对外资产结构变化



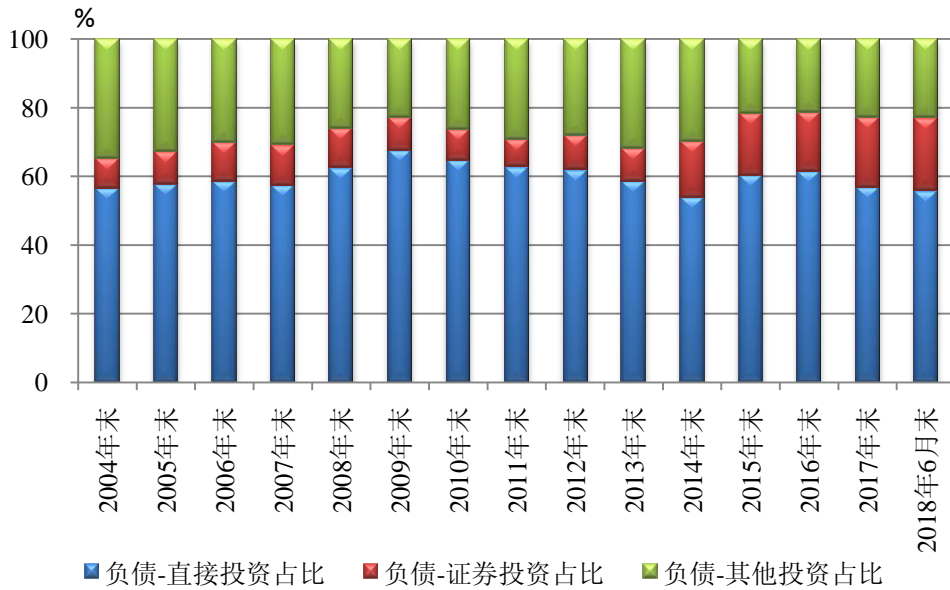
数据来源：国家外汇管理局。

对外负债仍以外国来华直接投资为主，但来华其他各类投资占比增加。

2018 年 6 月末，我国对外负债中，外国来华直接投资 29507 亿美元⁹，较上年末增长 1.7%，继续位列对外负债首位，占比 56%，较上年末下降 1 个百分点；证券投资负债 11287 亿美元，占比 21%，较上年末上升 1 个百分点；金融衍生工具负债 67 亿美元，占比 0.1%；存贷款等其他投资负债 12113 亿美元，占比 23%（见图 3-3）。

⁹ 外国来华直接投资存量包括我国非金融部门和金融部门吸收来华直接投资存量，以及境内外母子公司间贷款和其他债务性往来，并反映了价值重估因素影响。该口径与商务部统计的累计吸收外商直接投资不同，后者是历年外商直接投资股本投资流量累加。

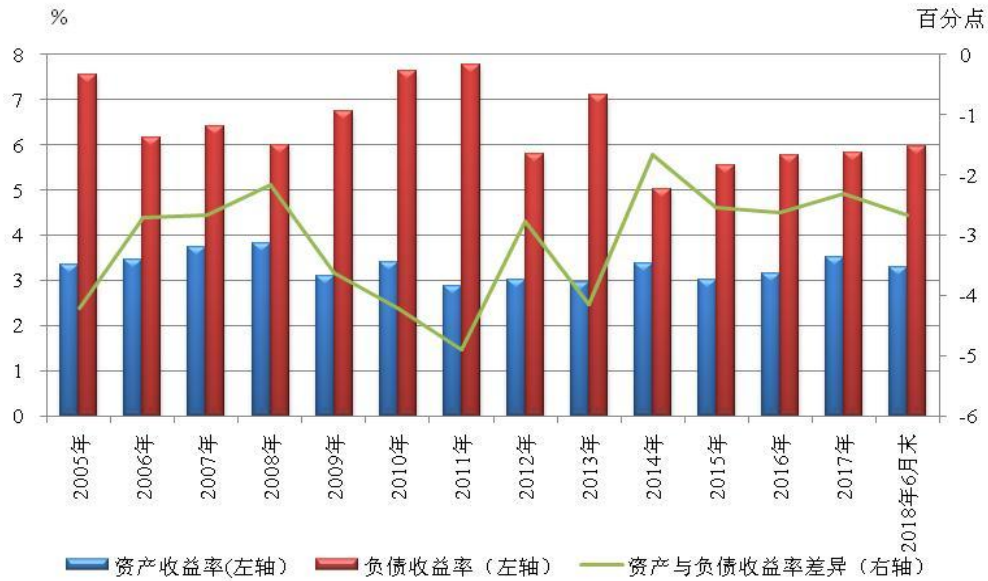
图 3-3 对外负债结构变化



数据来源：国家外汇管理局。

我国对外金融资产负债结构是投资收益差额为负的决定因素。2018 年上半年，我国国际收支平衡表中投资收益为逆差 364 亿美元，同比增长 2 倍。其中，我国对外投资收益收入 1034 亿美元，下降 9%；对外负债收益支出 1398 亿美元，增长 12%；二者年化收益率差异为-2.7 个百分点（见图 3-4）。总的来看，我国对外金融资产负债结构仍然是投资收益差额为负的决定因素。2018 年 6 月末，我国对外金融资产中储备资产占比近半，因主要为流动性较强的资产，2005 年至 2018 年 6 月末我国对外金融资产年平均投资收益率为 3.3%；对外金融负债中主要是外来直接投资，股权投资属于长期、稳定的投资，投资回报一般高于其他形式资产，2005 年至 2018 年 6 月末我国对外负债年平均投资收益率为 6.4%。来华直接投资资金持续流入并保持较高的投资收益率，说明我国长期投资环境对于境外投资者仍具有较大的吸引力。

图 3-4 对外资产负债收益率



注：1. 资产（或负债）收益率 = $\frac{\text{年度投资收益收入（或支出）}}{(\text{上年末} + \text{本年末对外资产（或负债）存量}) / 2}$ 。其中，半年度数据向前累加半年后按照整年计算。

2. 资产负债收益率差异 = 资产收益率 - 负债收益率。

数据来源：国家外汇管理局。

专栏 4

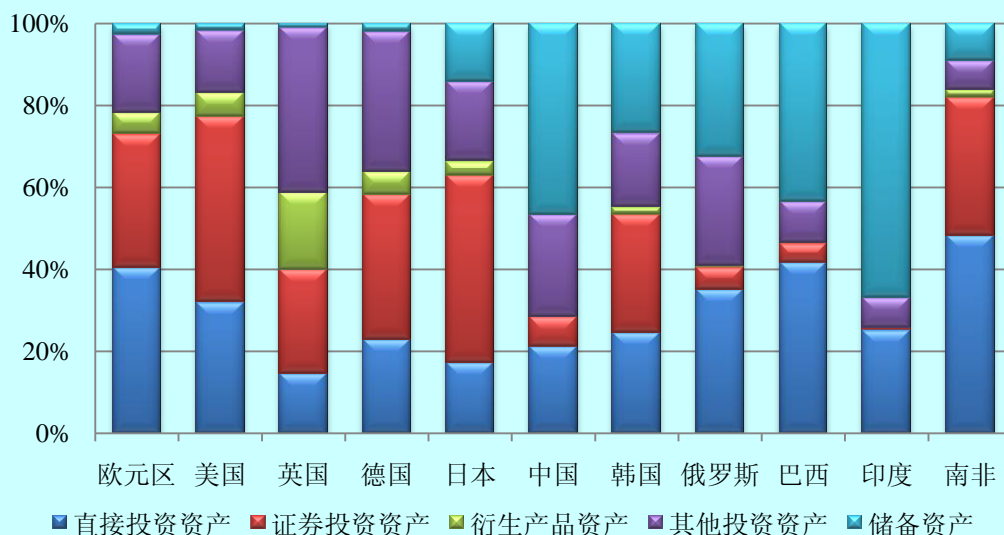
走出去与引进来并重 推动我国对外金融资产负债结构不断优化

国际货币基金组织统计资料显示，2017 年末，我国对外金融资产和负债较上年末均有所增长。我国为世界第三大净债权国，储备资产仍位列世界第一。

对外资产方面，我国以 6.9 万亿美元排在第八位，储备资产在全部对外资产中占比有所回落，非储备资产占比不断上升，对外资产结构更趋均衡。从结构看，发达国家对外资产结构较为均衡，新兴市场经济体则相对单一。对于直接投资资产，发达国家和发展中国家占比差距较小（见图 C4-1）；对于证券投资资产（包含金融衍生产品，下同），发达国家占比通常在 40% 以上，发展中国家则占比较低，例如俄罗斯、印度、巴西、中国等国家的证券投资占比均低于 7%；与此同时，多数发展中国家储备资产占比超过三分之一，而发达国家占比较低。其中，我国以 3.2 万亿美元储备资产规模继续位列世界首位，是排名第二的日本（1.3 万亿美元）的 2.5 倍，但近年来我国储备资产占比连续下降，2017 年末达到 2004 年以来的最低水平；非储备资产占比持续上升，特别是直接投

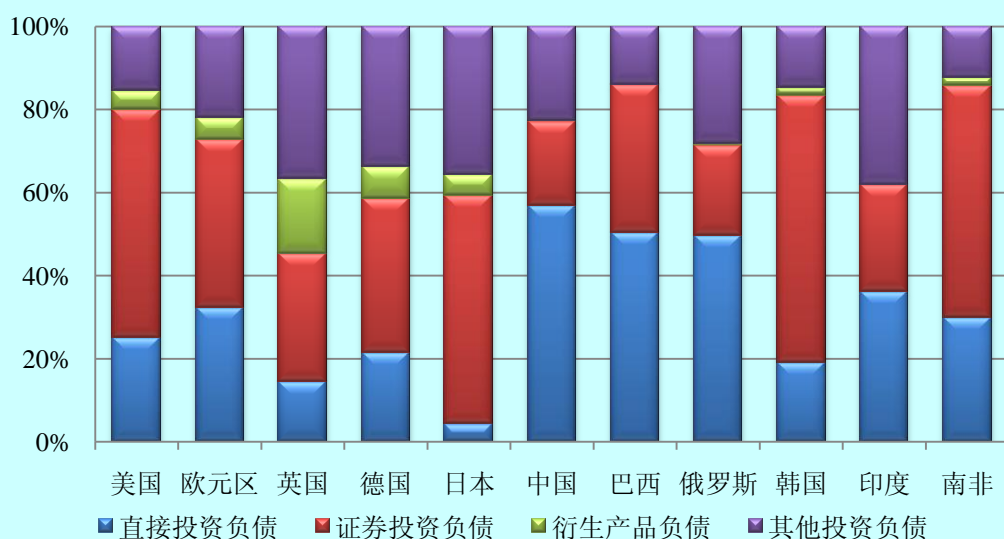
资产占比增长迅速，由 2004 年末的 6% 增加至 2017 年末的 21%，体现了我国对外资产结构正在不断优化并向更为均衡的方向发展。

图 C4-1 2017 年末对外资产构成的国际比较



数据来源：国际货币基金组织、国家外汇管理局。

图 C4-2 2017 年末对外负债构成的国际比较



数据来源：国际货币基金组织、国家外汇管理局。

对外负债方面，我国以 5.1 万亿美元位列第九位，其中来华直接投资占近六成。随着我国资本市场的不断开放，证券投资负债占比近年来呈上升趋势。从结构看，发展中国家直接投资负债占比普遍较高，发达国家则主要通过证券投资渠道吸收外来资金。欧美国家发达开放的金融市场决定其证券投资负债（包含金融衍生产品，下同）占总负债的比例较高，如日本、美国、法国、英国等主要发达国家占比均超过 50%。对于发展中

国家，对外负债主要以吸收直接投资为主，如中国、巴西、俄罗斯直接投资负债占比分别为 57%、50%和 50%，而证券投资占比普遍较低（见图 C4-2）。随着我国证券市场开放程度逐步增加，我国证券投资负债占比已从 2004 年的 9%上升至 2017 年末的 20%。另外，自 2016 年 10 月人民币加入 SDR 货币篮子以来，人民币计价产品的吸引力不断提升。IMF 官方储备货币构成（COFER）统计显示，截至 2018 年 3 月末，以人民币计价的各国外汇储备余额为 1450 亿美元，主要投向我国资本市场，反映了在我国资本市场不断开放、更具吸引力的背景下，我国对外负债结构也更为均衡。

对外净资产方面，日本和美国分别为世界上最大净资产和最大净负债国，我国以 1.8 万亿美元位列世界第三大净债权国。2017 年末，日本以净资产 2.9 万亿美元依然位列净资产第一大国，德国（2.3 万亿美元）、中国（1.8 万亿美元）分别位列第二位和第三位（见表 1）。美国是世界最大的净负债国，2017 年末净负债为 7.7 万亿美元，其次是西班牙和澳大利亚，净负债分别为 1.1 万亿美元和 0.7 万亿美元。

表 C4-1 2017 年末世界主要国家资产负债状况

单位：亿美元

国家（地区）	净资产	资产	负债
日本	29091	89674	60584
德国	23108	100064	76956
中国	18141	69256	51115
中国香港	13941	54690	40749
挪威	8851	17521	8669
瑞士	8691	48886	40195
新加坡	8043	36202	28160
荷兰	6123	103570	97447
沙特阿拉伯	5579	9295	3716
爱尔兰	-5409	60298	65707
法国	-5535	79296	84831
墨西哥	-5538	6031	11569
巴西	-6885	8617	15501
澳大利亚	-7711	18267	25979
西班牙	-11291	22462	33753
美国	-77250	277991	355241

数据来源：国际货币基金组织、国家外汇管理局。

表 3-1 2018 年 6 月末和 2017 年末中国国际投资头寸表

单位：亿美元

项目	行次	2017 年末	2018 年 6 月末
净头寸 ¹⁰	1	18,141	17,402
资产	2	69,256	70,377
1 直接投资	3	14,730	15,222
1.1 股权	4	12,413	12,807
1.2 关联企业债务	5	2,317	2,415
1.a 金融部门	6	2,345	2,480
1.1.a 股权	7	2,249	2,375
1.2.a 关联企业债务	8	95	104
1.b 非金融部门	9	12,385	12,743
1.1.b 股权	10	10,164	10,431
1.2.b 关联企业债务	11	2,221	2,311
2 证券投资	12	4,972	5,183
2.1 股权	13	3,075	3,076
2.2 债券	14	1,896	2,107
3 金融衍生工具	15	60	66
4 其他投资	16	17,136	17,801
4.1 其他股权	17	54	54
4.2 货币和存款	18	3,677	4,186
4.3 贷款	19	6,372	6,836
4.4 保险和养老金	20	101	109
4.5 贸易信贷	21	6,339	6,212
4.6 其他应收款	22	593	404
5 储备资产	23	32,359	32,105
5.1 货币黄金	24	765	784
5.2 特别提款权	25	110	109
5.3 在国际货币基金组织的储备头寸	26	79	85
5.4 外汇储备	27	31,399	31,121
5.5 其他储备	28	5	5
负债	29	51,115	52,975
1 直接投资	30	29,014	29,507
1.1 股权	31	26,758	27,111
1.2 关联企业债务	32	2,256	2,396

¹⁰ 净头寸是指资产减负债，“+”表示净资产，“-”表示净负债。本表记数采用四舍五入原则。

1.a 金融部门	33	1,491	1,437
1.1.a 股权	34	1,375	1,313
1.2.a 关联企业债务	35	115	124
1.b 非金融部门	36	27,524	28,069
1.1.b 股权	37	25,383	25,798
1.2.b 关联企业债务	38	2,141	2,271
2 证券投资	39	10,439	11,287
2.1 股权	40	7,166	7,260
2.2 债券	41	3,272	4,028
3 金融衍生工具	42	34	67
4 其他投资	43	11,628	12,113
4.1 其他股权	44	0	0
4.2 货币和存款	45	4,452	4,629
4.3 贷款	46	3,922	4,154
4.4 保险和养老金	47	100	99
4.5 贸易信贷	48	2,871	2,886
4.6 其他应付款	49	184	246
4.7 特别提款权	50	100	98

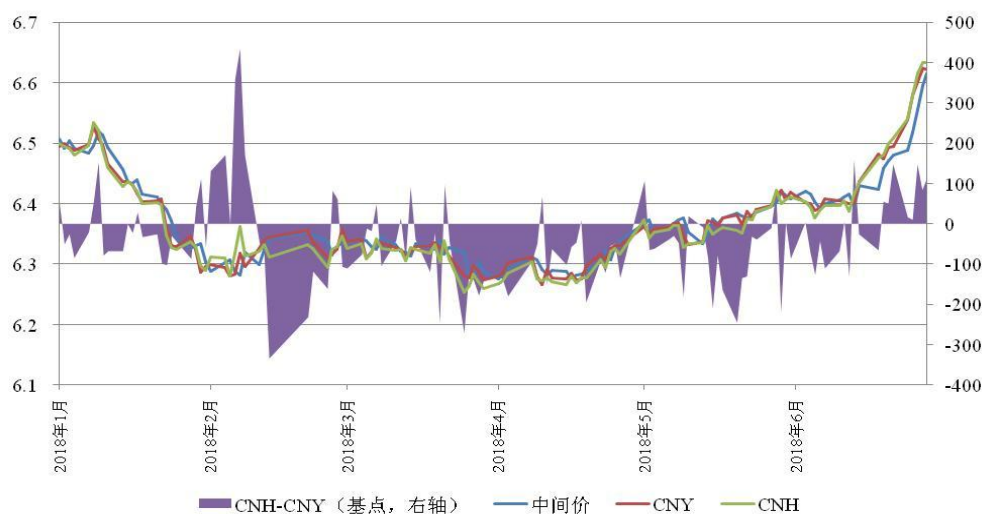
数据来源：国家外汇管理局。

四、外汇市场运行与人民币汇率

（一）人民币汇率走势

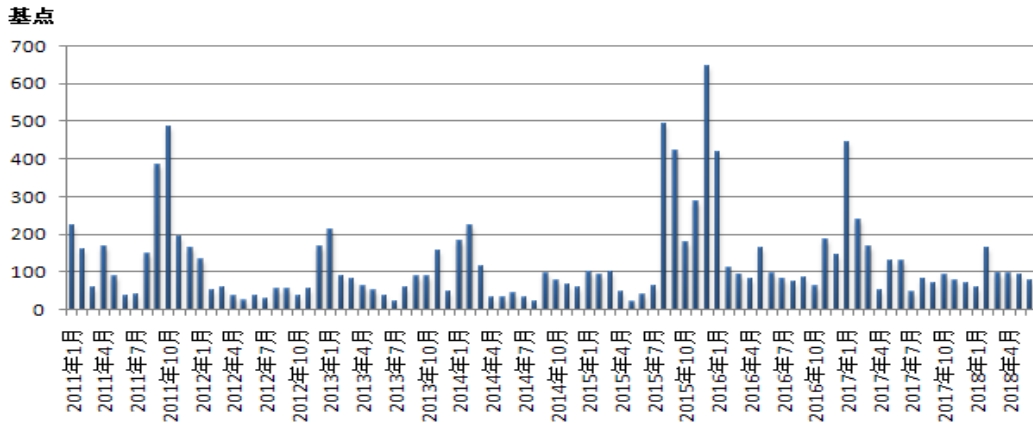
人民币在全球范围仍属稳定货币。2018年上半年，人民币汇率整体呈现先升后贬走势，双向波动弹性有所增强。从内部看，上半年国内经济稳中向好，去杠杆、扩内需、调结构等政策效应明显，人民币汇率预期平稳；但4月份以来，受美元加息、利差收窄、国际贸易保护主义等因素影响，人民币对美元汇率出现贬值，但对其他主要货币有升有贬。2018年6月末，人民币对美元汇率中间价为6.6166元/美元，较2017年末贬值1.2%，境内市场（CNY）和境外市场（CNH）即期交易价累计分别贬值1.7%和1.8%（见图4-1），境内外市场日均价差93个基点（见图4-2），低于2017年全年日均价差（130个基点）。6月末人民币对欧元、日元、英镑、澳元、加元汇率中间价分别为7.6515元/欧元、5.9914元/100日元、8.6551元/英镑、4.8633元/澳元、4.9947元/加元，分别较上年末升值2.0%、贬值3.4%、升值1.4%、升值4.7%和升值4.1%。

图 4-1 2018 年上半年境内外人民币对美元即期汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

图 4-2 境内外人民币对美元即期汇率价差



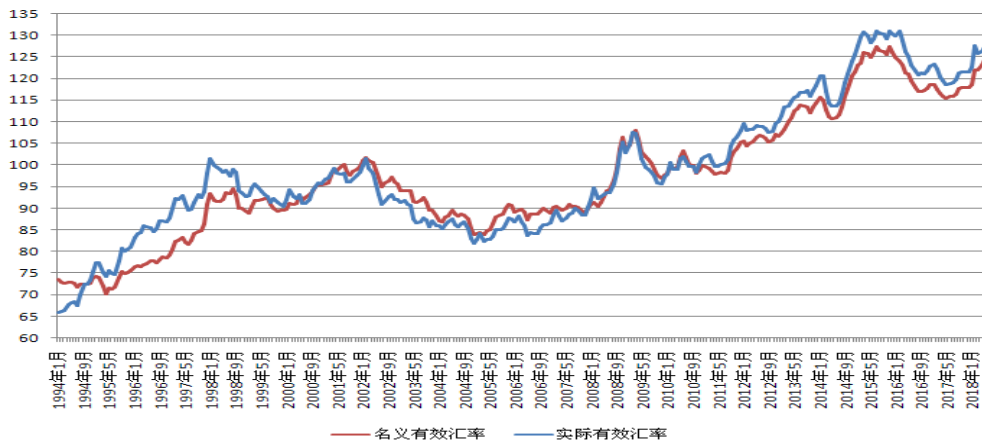
注：日均价差绝对值。

数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

人民币对一篮子货币小幅升值。根据中国外汇交易中心的数据，2018年6月末CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别为95.66、99.00和95.89，分别较上年末升值0.85%、升值3.20%和贬值0.10%。

根据国际清算银行（BIS）的数据，2018年上半年人民币名义有效汇率累计升值5.2%，扣除通货膨胀因素的实际有效汇率累计升值4.0%（见图4-3）；2005年人民币汇率形成机制改革以来，人民币名义和实际有效汇率累计分别升值43.6%和51.4%。

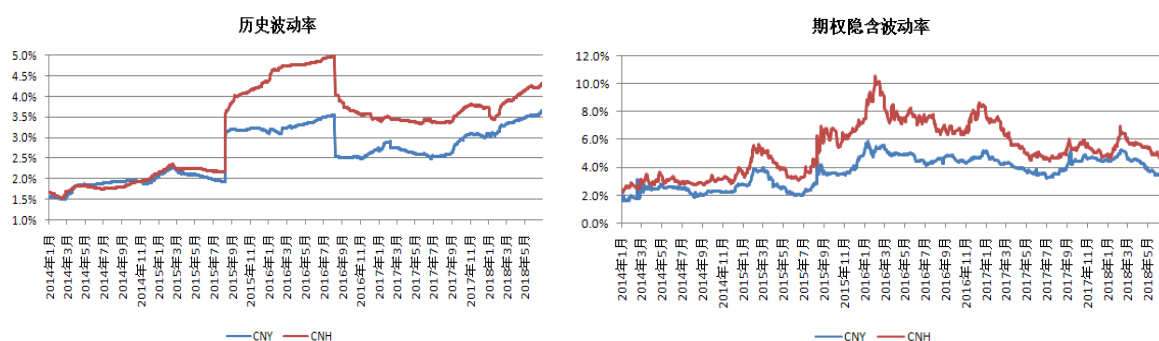
图 4-3 人民币有效汇率



数据来源：国际清算银行。

人民币汇率双向波动弹性有所增强。2018年6月末，境内外市场人民币对美元汇率1年期历史波动率分别为3.6%和4.3%，较年初分别上升18.1%和15.9%；期权市场隐含波动率分别为4.3%和5.5%，较年初分别下降7.2%和上升13.2%（见图4-4），人民币汇率双向波动弹性增强。

图 4-4 境内外市场人民币对美元汇率 1 年期波动率



数据来源：彭博资讯。

远期外汇市场价格小幅走弱。受贸易保护主义等不确定因素影响，2018年上半年境内外远期市场价格呈现先升后降走势（见图4-5、4-6）。上半年美元指数整体走强，加大人民币波动。境内可交割、境外可交割和无本金交割远期市场1年期人民币对美元汇率累计分别下跌0.8%、0.9%和1.2%。

图 4-5 境内外市场 1 年期人民币对美元汇率

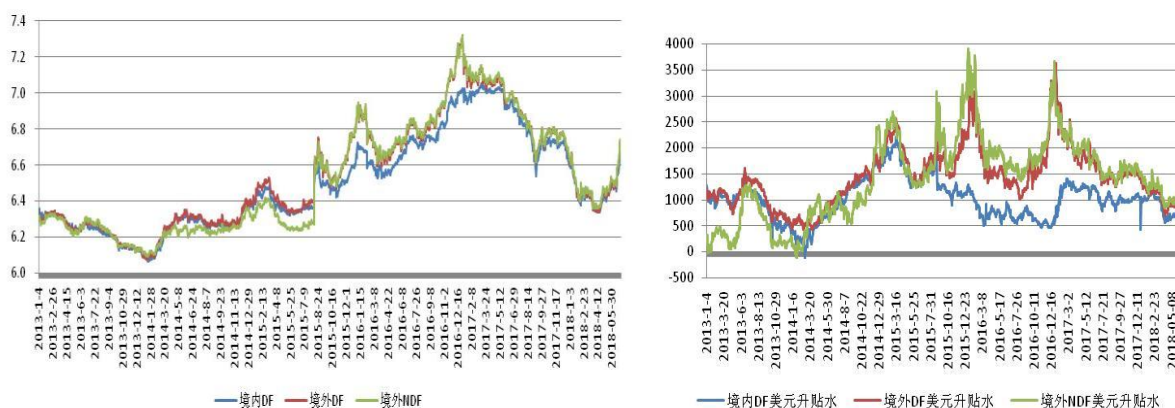
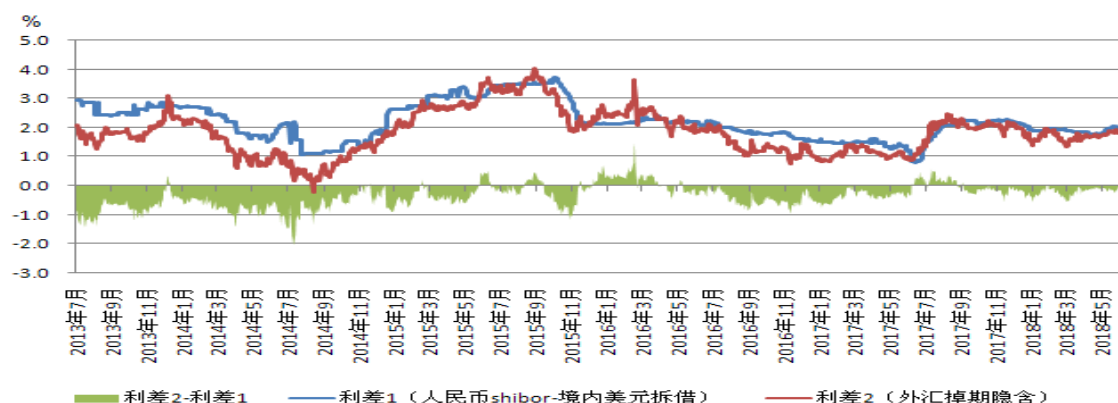


图 4-6 境内人民币与美元利差（6 个月期限）

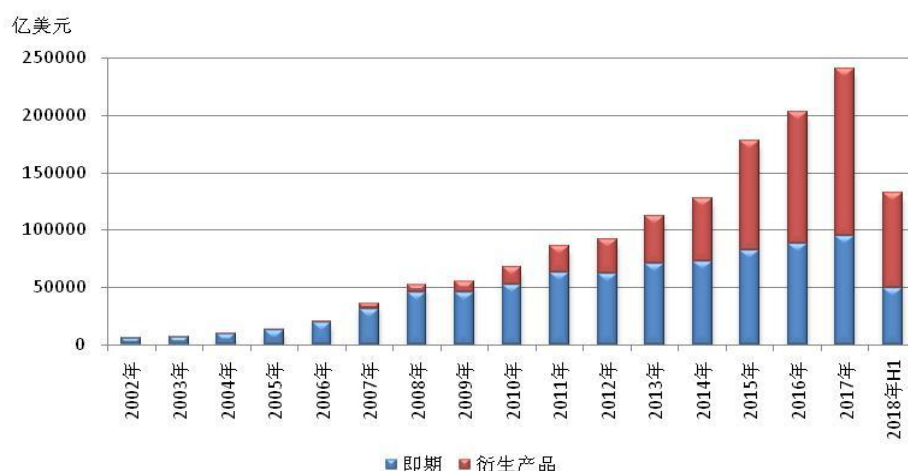


数据来源：中国外汇交易中心，路透数据库。

（二）外汇市场交易

2018 年上半年，人民币外汇市场累计成交 13.20 万亿美元（日均 1109 亿美元），同比增长 25.9%（图 4-7）。其中，银行对客户市场和银行间外汇市场分别成交 2.09 万亿和 11.11 万亿美元¹¹；即期和衍生产品分别成交 4.91 万亿和 8.29 万亿美元（见表 4-1），衍生产品在外汇市场交易总量中的比重升至历史新高的 62.8%，交易产品构成进一步接近全球外汇市场状况（见图 4-8）。

图 4-7 中国外汇市场交易量



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

¹¹ 银行对客户市场采用客户买卖外汇总额，银行间外汇市场采用单边交易量，以下同。

表 4-1 2018 年上半年人民币外汇市场交易概况

交易品种	交易量（亿美元）
即期	49075
银行对客户市场	16545
银行间外汇市场	32530
远期	3278
银行对客户市场	2894
其中：3 个月（含）以下	1303
3 个月至 1 年（含）	1397
1 年以上	195
银行间外汇市场	384
其中：3 个月（含）以下	258
3 个月至 1 年（含）	115
1 年以上	12
外汇和货币掉期	76089
银行对客户市场	321
银行间外汇市场	75768
其中：3 个月（含）以下	66262
3 个月至 1 年（含）	9430
1 年以上	75
期权	3558
银行对客户市场	1097
其中：买入期权	477
卖出期权	621
其中：3 个月（含）以下	445
3 个月至 1 年（含）	570
1 年以上	82
银行间外汇市场	2461
其中：3 个月（含）以下	1843
3 个月至 1 年（含）	614
1 年以上	4
合计	132001
银行对客户市场	20858
银行间外汇市场	111143
其中：即期	49075
远期	3278
外汇和货币掉期	76089
期权	3558

注：数据均为单边交易额，采用四舍五入原则。

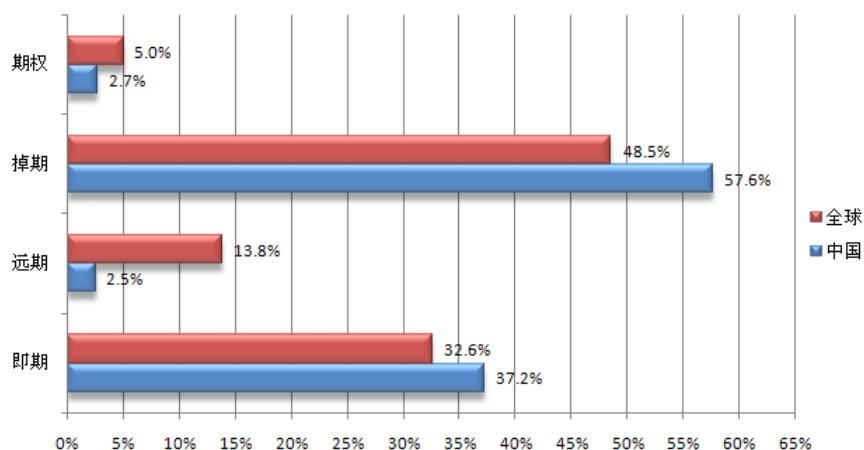
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

即期外汇交易增长。2018 年上半年，即期市场累计成交 4.91 万亿美元，同比增长 11.7%。在市场分布上，银行对客户即期结售汇（含银行自身，不含远期履约）累计 1.65 万亿美元，同比增长 10.9%；银行间即期外汇市场

累计成交 3.25 万亿美元，同比增长 12.1%，其中美元交易份额为 96.8%。

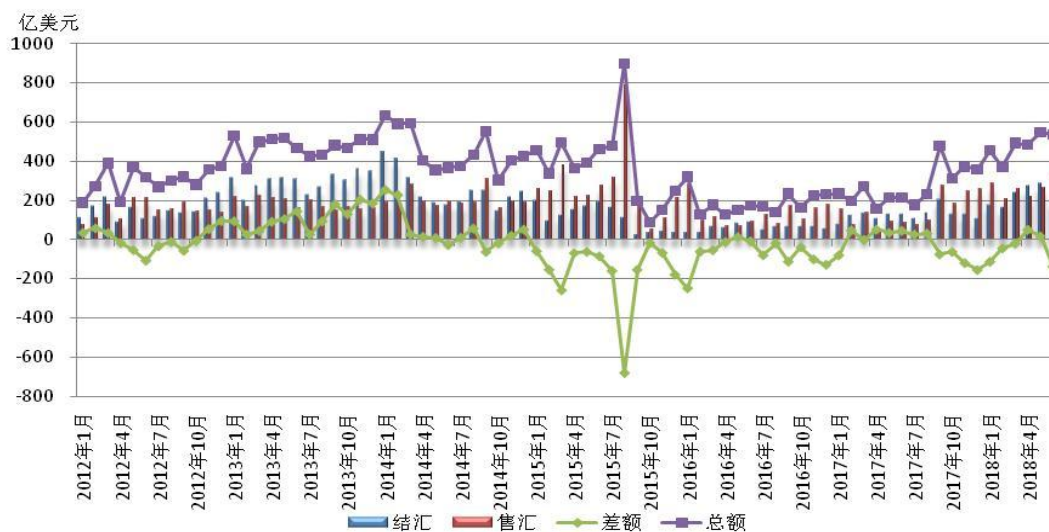
远期外汇交易增长。2018 年上半年，远期市场累计成交 3278 亿美元，同比增长 93.5%。在市场分布上，银行对客户远期结售汇累计签约 2894 亿美元，其中结汇和售汇分别为 1323 亿和 1571 亿美元，同比分别增长 124.2%、90.9%和 162.9%（见图 4-9），6 个月以内的短期交易占 65.4%，较 2017 年下降 1.6 个百分点；银行间远期外汇市场累计成交 384 亿美元，同比下降 4.9%。

图 4-8 中国与全球外汇市场的交易产品构成比较



注：中国为2017年数据，全球为国际清算银行2016年4月调查数据。
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，国际清算银行。

图 4-9 银行对客户远期结售汇交易量



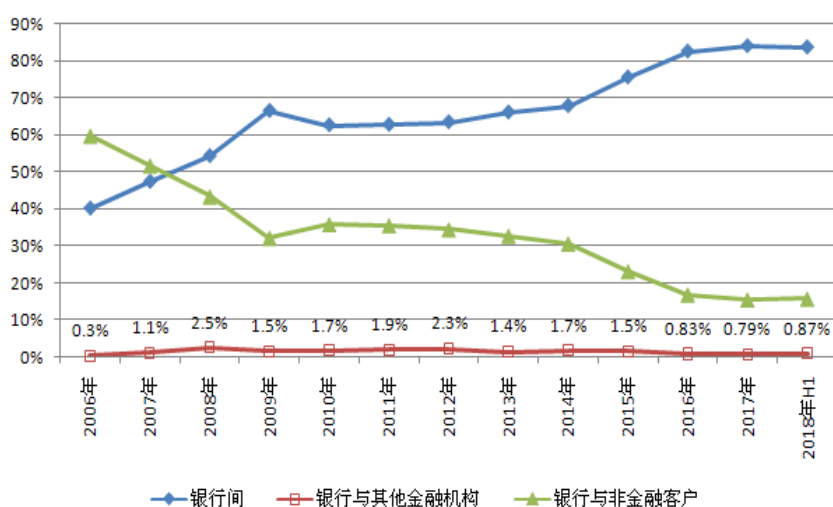
数据来源：国家外汇管理局。

掉期交易增长。2018年上半年，外汇和货币掉期市场累计成交7.61万亿美元，同比增长34.9%。在市场分布上，银行对客户外汇和货币掉期累计签约321亿美元，同比下降36.6%，其中近端结汇/远端购汇和近端购汇/远端结汇的交易量分别为260亿和61亿美元，同比分别下降31.7%和51.4%；银行间外汇和货币掉期市场累计成交7.58万亿美元，同比增长35.5%，掉期交易是银行管理本外币流动性的一个重要工具。

外汇期权交易增长。2018年上半年，期权市场累计成交3558亿美元，同比增长26.7%。在市场分布上，银行对客户期权市场累计成交1097亿美元，同比下降9.6%；银行间外汇期权市场累计成交2461亿美元，同比增长54.5%。

外汇市场参与者结构基本稳定。银行自营交易延续主导地位（见图4-10），2018年上半年银行间交易占整个外汇市场的比重从2017年的83.9%下降至83.5%；非金融客户交易的比重从15.3%上升至15.6%；非银行金融机构交易的市场份额从2017年0.8%上升至0.9%，非银行金融机构在我国外汇市场的参与度仍有限。

图 4-10 中国外汇市场的参与者结构



数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心。

五、国际收支形势展望

2018 年下半年，预计我国国际收支将延续基本平衡格局，经常账户差额继续处于合理区间，跨境资本流动保持总体稳定。

经常账户差额将持续处于合理区间。一是出口和进口保持总体稳定的基础依然存在。国际货币基金组织在 7 月份的最新预测中提出，尽管世界经济扩张的均衡程度下降，运行风险有所上升，但 2018 年和 2019 年全球经济增长率将达到 3.9%，与 4 月份的预测一致。全球经济保持增长是我国出口能够保持稳定的主要因素。下半年，大宗商品价格有望趋于稳定，在各项政策协调配合下，国内经济运行将保持在合理区间，进口增速仍可能快于出口，再加上国际贸易保护主义对全球贸易的影响，预计下半年我国进出口仍将更趋平衡，顺差规模应会季节性的高于上半年。二是服务贸易逆差增幅放缓。随着我国居民收入增长和消费升级，近年来境外旅游、留学等消费需求保持旺盛，以旅行逆差为主的服务贸易逆差持续高位运行，但已进入低速增长期，预计下半年服务贸易逆差将延续上半年的平稳走势。三是投资收益持续逆差。今年以来，我国直接投资和证券投资项下的外来资金流入回升较快，相应的投资收益会有所增长。综合来看，预计 2018 年我国经常账户收支将总体处于基本平衡的合理水平。

我国吸引跨境资本稳步流入的优势继续存在。一是我国良好的经济基本面和扩大改革开放的政策环境有利于国际长期资本持续加大对我国的投资。随着供给侧结构性改革的深入推进，当前我国经济增速保持较高水平，并且逐步进入高质量发展阶段，经济发展内生动力进一步增强，经济增长的质量和效益不断提高，产业结构继续优化升级；同时，服务业等对外开

放深入推进，知识产权保护力度加强，营商环境持续改善，中高端制造业和服务业存在巨大投资消费空间，我国利用外资的深度和广度将不断扩展。二是境外资本参与国内证券市场的比重将继续提升。当前境内证券市场外国投资者的投资份额较低，随着证券市场对外开放稳步推进，相关税收、结算等配套措施更加便利，国内资本市场的国际兼容性与接受度将不断提高，境外资本将进一步增加对我国证券市场的配置比例。

境内主体的对外资产和负债摆布将保持理性。当前人民币汇率双向浮动弹性不断增强，汇率单边升值或贬值的市场预期减弱，企业风险管理意识不断增强，更加积极主动地顺应汇率、利率等形势变化开展跨境投融资操作，本外币资产负债结构的调整更加平稳有序。而且，企业对外投资的观念和行为更加理性。当前“一带一路”倡议和多边合作继续稳步推进，对外直接投资实施了常态化分类管理，对外投资呈现更加合理、有序的良好局面。当然，我国经济运行稳中有变，外部环境发生明显变化，未来跨境资本流动将面临贸易保护主义升温、国际主要货币走势不确定性增加、部分国家金融市场动荡等因素干扰，容易对市场情绪造成阶段性不同影响，但不会改变中长期我国跨境资本流动维持稳定的总体格局。

专栏 5

主要发达国家央行货币政策前瞻分析

主要发达国家央行继续推进货币政策正常化，但政策前景有所分化。2018 年以来，美联储加息 3 次，将基准利率提高 75 个基点至 2%-2.25% 的区间，符合市场预期。欧央行如期宣布年底停止量化宽松 (QE)，但表示至少在 2019 年夏季前维持当前利率不变，首次加息时点晚于市场预期。日本央行维持宽松货币政策不变，货币政策正常化步伐落后于其他主要央行。总体看，美联储持续加息，而欧、日央行维持宽松的态势不变。

短期内美联储有望保持渐进加息步伐，但未来美国经济和市场环境将异常复杂，预计美联储将加大政策灵活度。美国本轮复苏已步入第 10 年，复苏周期后期的特征越发显著，经济产出缺口已经转正，就业市场冗余接近出清，私人部门信心高企，经济内生性增长动能不断增强，通胀数据向美联储目标靠拢，因此，2018 年全年美联储有望实现四次加息。但是，美国货币政策决策需应对三重矛盾。一是国际与国内的分化。美国经济在财政助力下前景良好，而外围经济受到贸易冲突、美元走强和全球流动性紧缩的冲击，增长偏弱，脆弱性上升。二是美国就业与通胀的分化。失业率已降至数十年低点，指示经济过热风险上升，但通胀仍不温不火。三是经济与市场的分化。美国经济强劲指示快加息，但金融条件收紧¹²一定程度降低了加息的紧迫性。综合看，目前三重矛盾分化尚不显著，允许美联储渐进加息。如果未来三重分化进一步扩大，美联储或面临政策窘境，政策走向有待观察。

欧央行货币政策正常化或仅将缓慢推进。全球同步复苏势头有所减弱，除美国外，其他经济体增长普遍有放缓迹象，而欧元区经济对出口的依赖度较高，外需放缓对增长的影响偏大。全球贸易战升级令欧元区的出口前景更加不明朗，经济下行风险有所加大。欧洲政治风险持续萦绕，英国脱欧进入谈判关键期、意大利民粹政府与欧盟冲突不断，均可能增加欧元区复苏的不确定性。短期内，预计欧央行保持谨慎，不会贸然加息。

日本央行货币政策宽松的主基调难以改变。日本经济复苏并不稳固，中国等亚洲地区占日本货物出口半壁江山，较高的风险敞口令日本极易受到亚洲经济放缓的冲击，全球贸易战升级进一步增加出口不确定性。日本各类通胀预期仍位于低位，日元升值进一步强化了通胀的弱势。政治方面，日本公共债务高企，而政府财政整顿意愿不足，日央行需要维持低利率以缓解财政压力。因此，预计日央行在较长时间内维持政策利率目标不变。

2018 年下半年，外汇管理部门将持续深入学习宣传贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神，坚定不移贯彻落实党的十九大作出的各项战略部署，坚持稳中求进工作总基调，深入推进供给侧结构性

¹²金融条件指数是由债券收益率、股价、汇率等资产价格计算得到的综合指标，用于评估金融市场变化对经济前景的影响。债券收益率走高、股价下降、汇率走强将导致金融条件收紧，反之则为金融条件放松。

改革，推动金融市场双向开放，防范化解相关风险，促进经济平稳健康发展。一是持续深化外汇管理改革，服务国家全面开放新格局。有序实现人民币资本项目可兑换，保障外商投资合法权益；扩大外汇市场开放，丰富交易产品和工具，扩大境内外参与主体，建设开放的、有竞争力的外汇市场；不断提升贸易投资自由化便利化水平，支持贸易新业态新模式发展，做好首届中国国际进口博览会外汇管理服务工作；促进“一带一路”建设，稳步推进自贸区、自由贸易港等外汇管理改革开放试点。二是积极防范跨境资本流动风险，维护国家经济金融安全。建立健全跨境资本流动的“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架；加强银行等金融机构合规经营监督核查力度，严厉打击虚假欺骗性交易、地下钱庄、非法外汇交易平台等外汇违法犯罪活动，维护外汇市场的良好秩序。三是保障外汇储备安全、流动和保值增值，积极服务国家战略大局。