人民币汇率继续保持相对强势，但升幅趋缓

——四季度暨2020年全年我国国际收支（正式数）分析

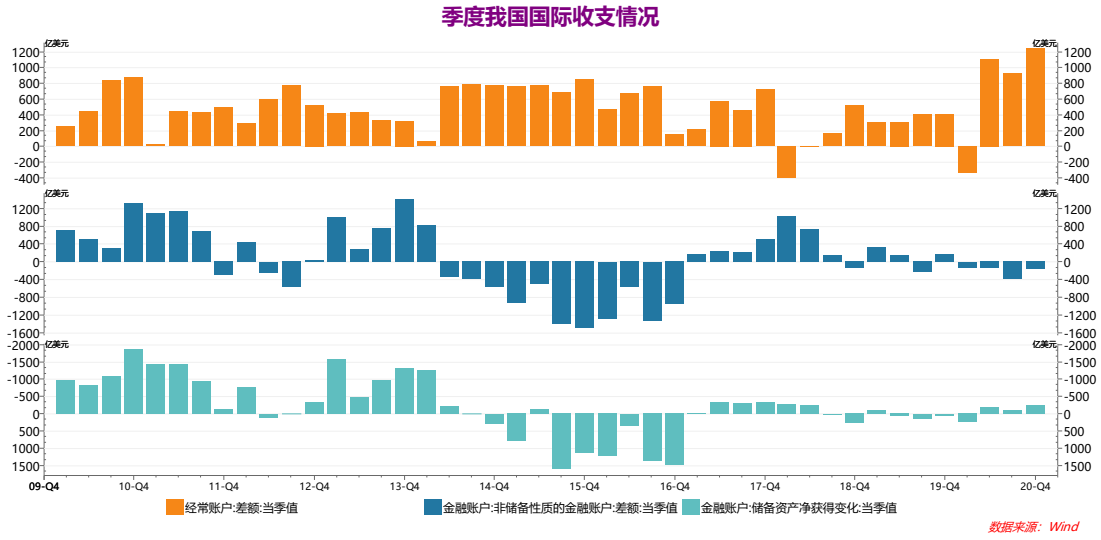
内容提要：

四季度我国国际储备继续增加，经常项目、直接投资、证券投资中的债券投资顺差，股票投资逆差，“其他投资”巨额逆差，“错误遗漏”项差额依旧居高不下。

一国的国际收支反映了一国的外汇供求情况，我们认为从国际收支看，人民币汇率依旧有望保持相对强势，但升值幅度可能减缓。同时，我们还应当从人民币汇率改革的角度来考察人民币汇率，双向波动的区间将不断地拓宽，人民币汇率市场化进程不会中断和停滞。同时，应考虑到美元指数对人民币汇率中间价的影响，我们认为应当从长、中、短期考察美元指数的影响，从短期看，疫苗接种率比较高和国际金融风险的加大有利于美元保持相对强势。

日前，外汇管理局公布了我国四季度暨全年国际收支的正式数据。数据显示，四季度，我国国际收支中，经常项目继续巨额顺差，顺差了1236.65亿美元，创出季度历史新高；非储备性质金融账户小幅逆差，逆差172.96亿美元；国际储备资产增加明显，增加了246.42亿美元。

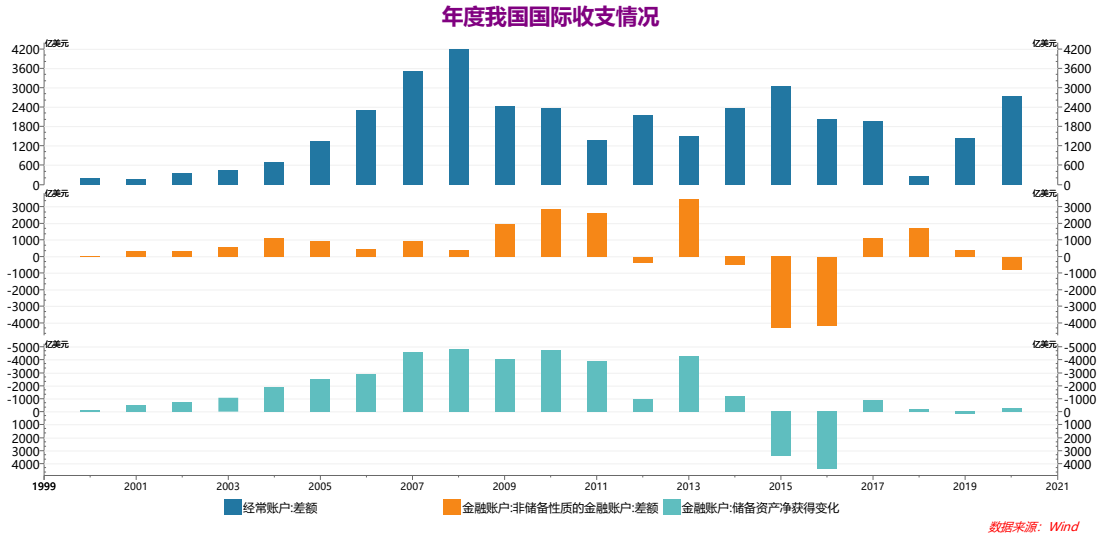
图1：季度我国国际收支情况



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从全年数据看，也显示经常项目顺差，顺差 2739.8 亿美元，非储备性质金融账户逆差 777.59 亿美元，储备资产增加了 280.06 亿美元。

图 2：年度我国国际收支情况

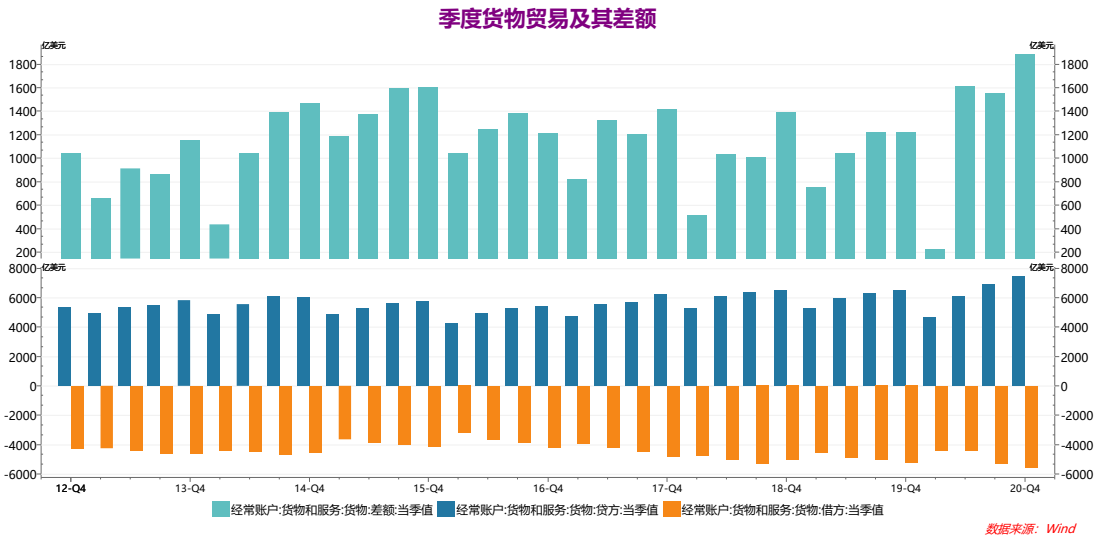


资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

一． 经常项目分析

从经常项目看，经常项目的顺差依旧得益于贸易收支顺差的增加和服务贸易的逆差减少。货物贸易顺差创下历史新高，达到 1886.04 亿美元。全年货物贸易顺差也达到 5150 亿美元，仅次于 2015 年的顺差 5761.91 亿美元。

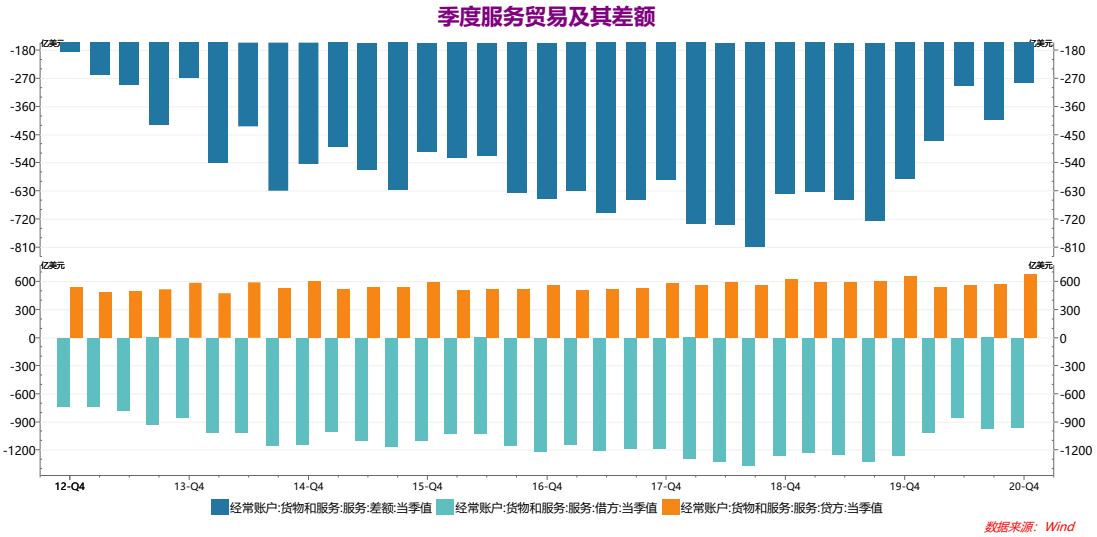
图 3：季度货物贸易及其差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

在服务贸易方面，四季度逆差额继续萎缩，报 284.85 亿美元，创出 2013 年四季度以来的新低。全年服务贸易逆差 1453.27 亿美元，也创出 2013 年以来的新低。

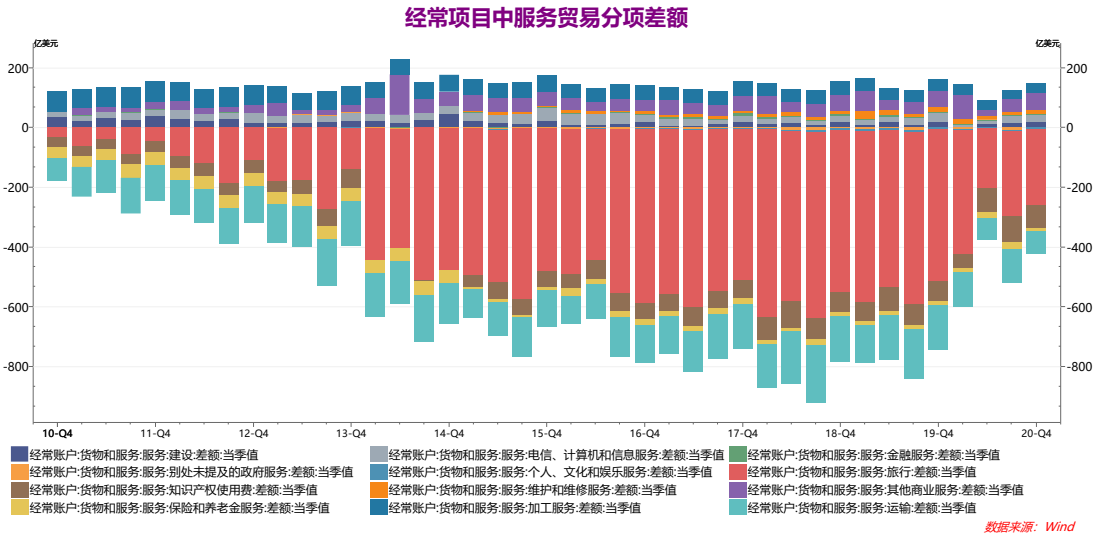
图 4：季度服务贸易及其差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从服务贸易分项数据看，旅行服务逆差大幅萎缩是导致服务贸易逆差大幅减少的主要原因。四季度旅行服务逆差 267.69 亿美元，低于前值的逆差 286.11 亿美元，更是低于 2019 年四季度的逆差 510.8 亿美元。全年服务贸易逆差 1162.71 亿美元，也创下 2013 年以来的新低。

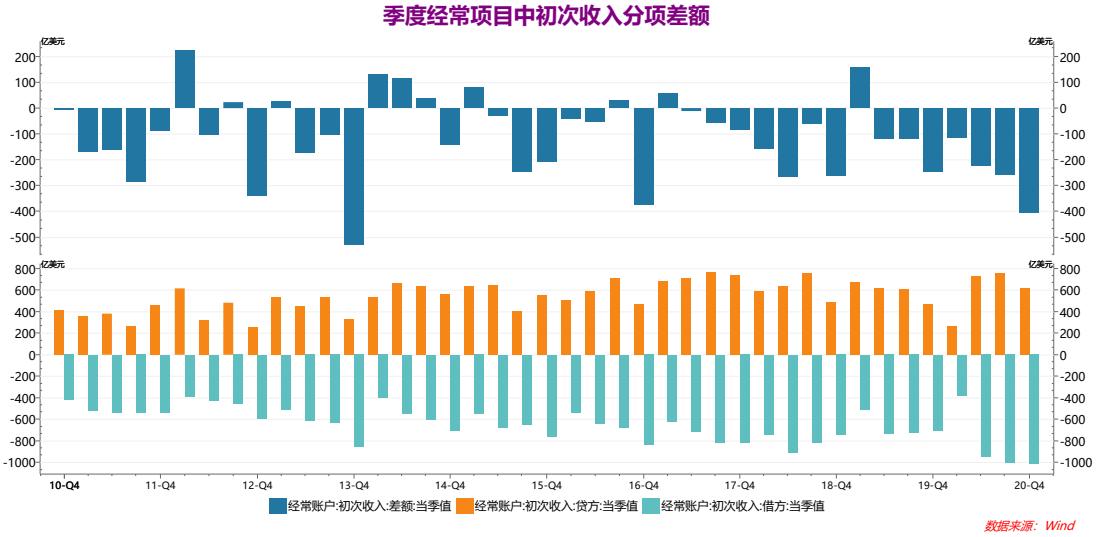
图 5：季度经常项目中服务贸易分项差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从初次收入分项看，四季度逆差了 405.36 亿美元，创出了 2013 年四季度以来的新高，具体表现为四季度，在初次收入分项目下，资金流入环比减少，而资金流出环比有所增加。

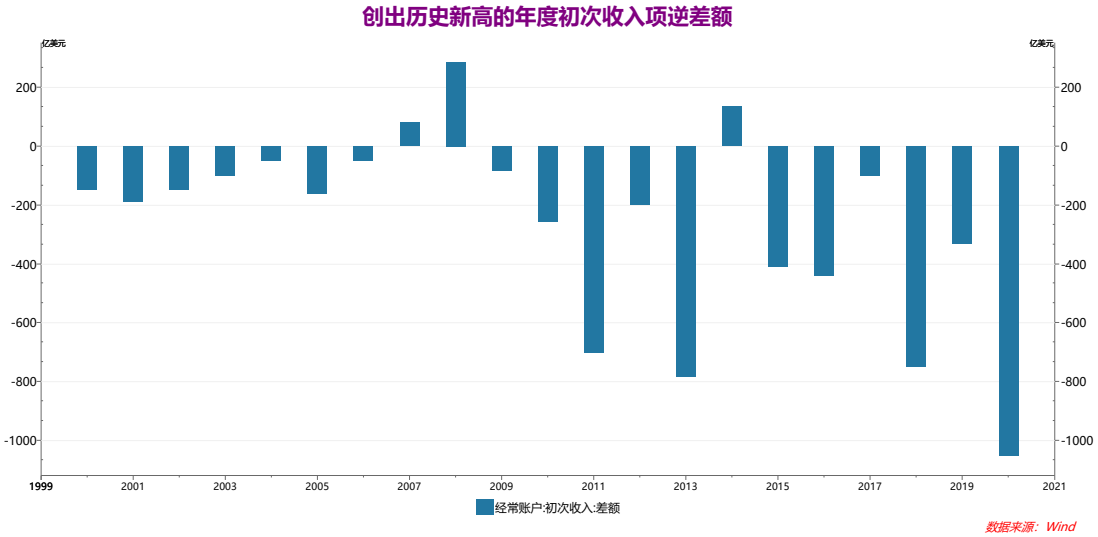
图 6：季度经常项目中初次收入分项差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

值得注意的是全年初次收入逆差额达到 1051.73 亿美元，创出历史新高。

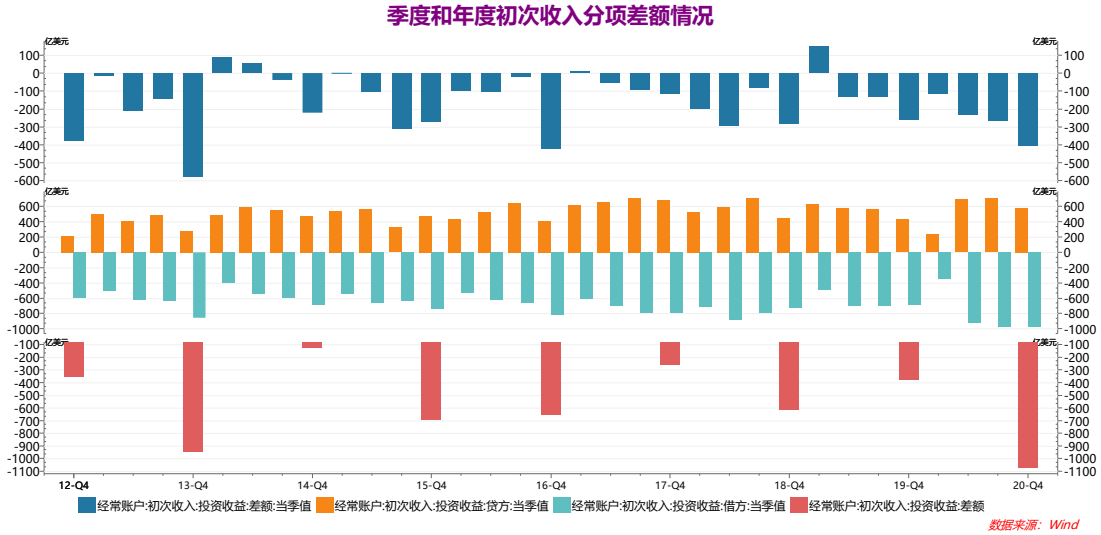
图 7：创出历史新高的年度初次收入项逆差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从初次收入最主要的分项——投资收益看，四季度逆差了 405.74 亿美元，主要表现为流入减少，流出增加。全年投资收益逆差 1071.15 亿美元，创出历史新高。显示出外资投资获取红利、利润等投资收益汇出境外比较积极。

图 8：季度和年度初次收入分项差额情况



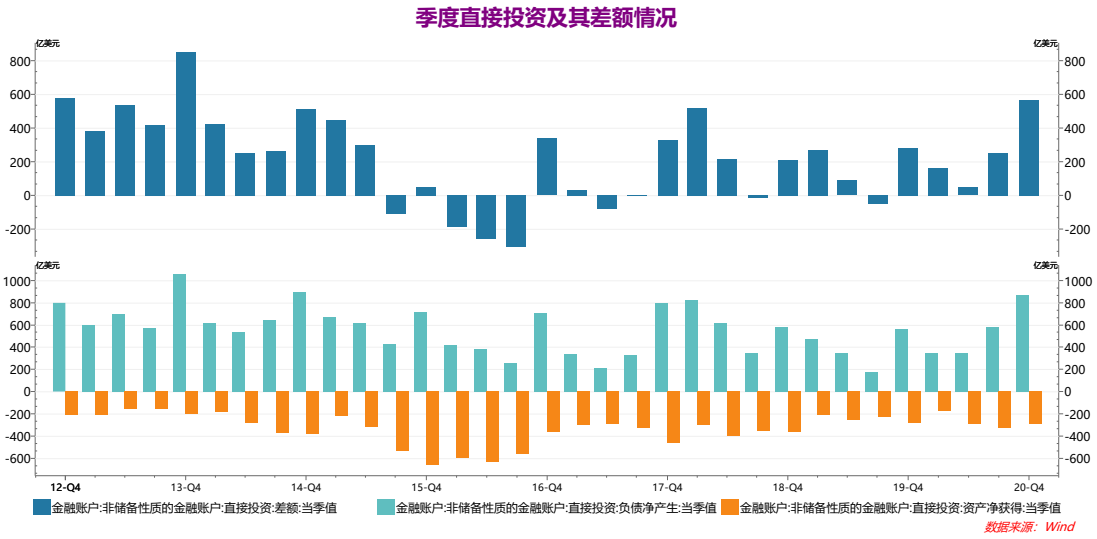
资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

在二次收入分项上，四季度顺差 41.83 亿美元，全年顺差 94.8 亿美元。

二．非储备性质金融账户分析

在直接投资方面，四季度顺差 564.61 亿美元，创出 2013 年四季度以来的新高。表现为外资流入十分踊跃。

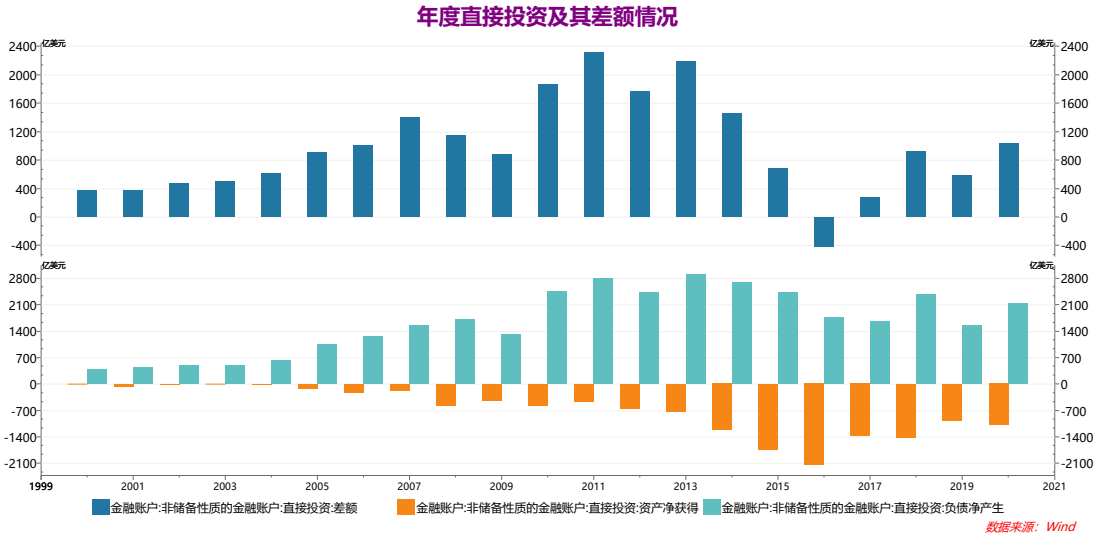
图 9：季度直接投资及其差额情况



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从年度数据看，直接投资创出 2014 年来的新高，顺差达到 1025.54 亿美元.

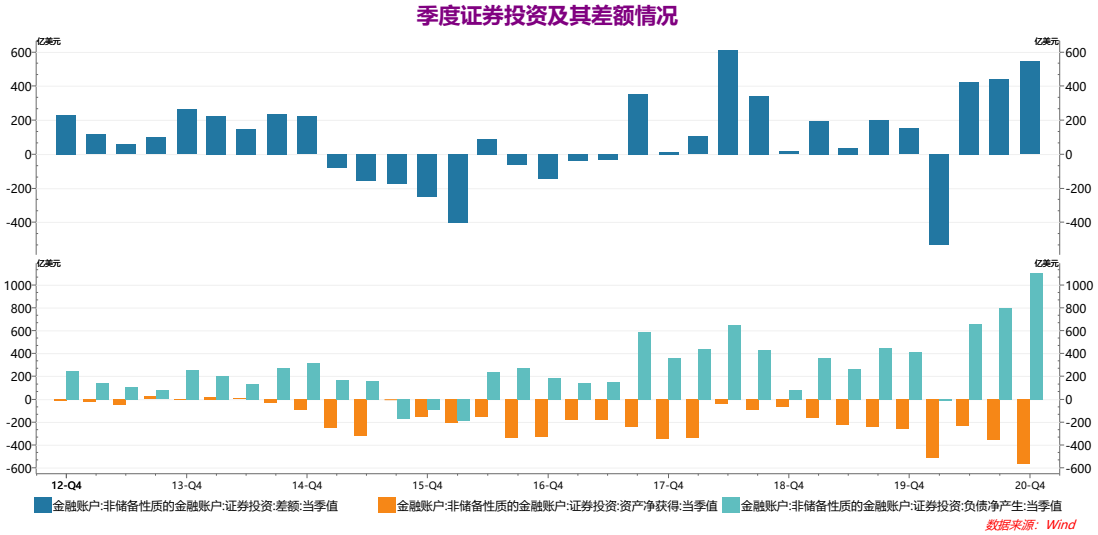
图 10：年度直接投资及其差额情况



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从证券投资项目看，四季度顺差 541.84 亿美元，创出 2018 年二季度以来的新高。全年证券投资顺差 873.29 亿美元，高于 2019 年的顺差 579.48 亿美元，但不及 2018 年的顺差 1066.98 亿美元。

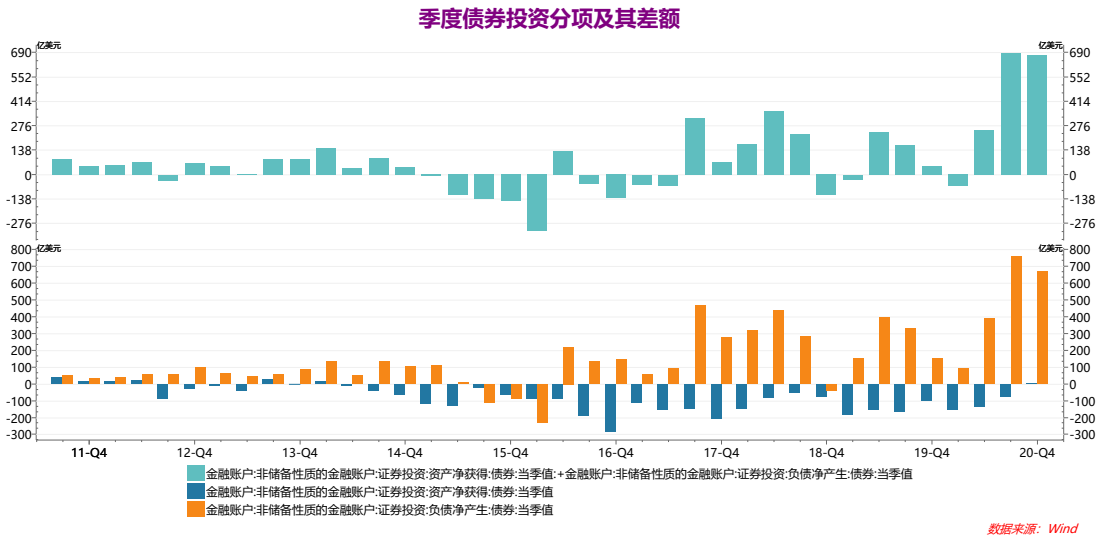
图 11：季度证券投资及其差额情况



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从证券投资的分项——债券投资看，顺差达到 673.67 亿美元，仅此于三季度的顺差 683.81 亿美元。全年，债券投资顺差 1541.87 亿美元，创出历史新高。中国执行正常的货币政策，中国和主要经济体利差的扩大吸引了外资对中国高品质债券的积极投资。

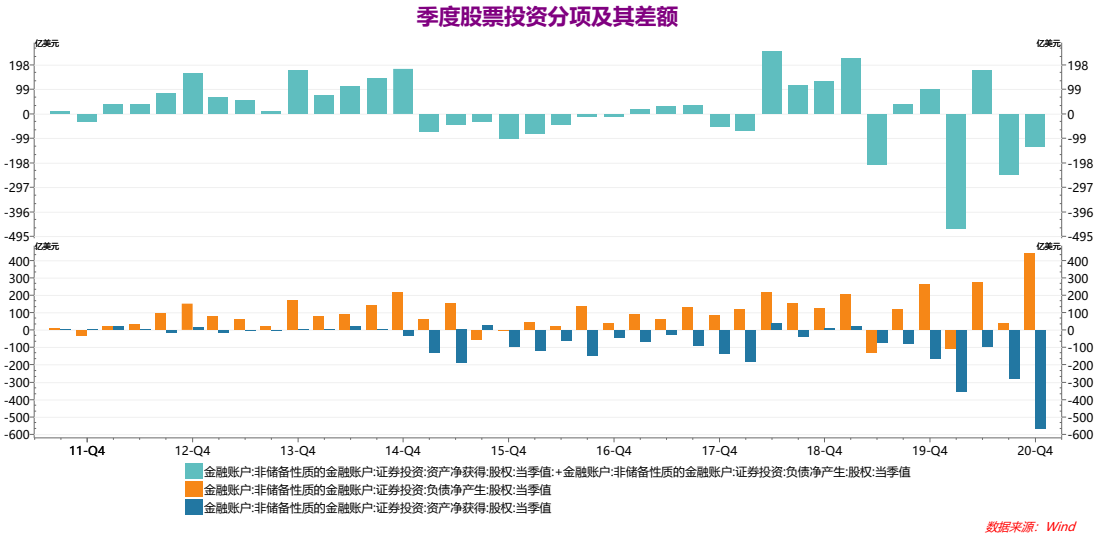
图 12：季度债券投资分项及其差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从股票投资分项看，四季度逆差 131.81 亿美元，低于前值的 244.7 亿美元。全年数据显示，股票投资逆差 668.58 亿美元。全年除了二季度顺差 173.4 亿美元外，全为逆差，其中，一季度逆差了 465.45 亿美元。

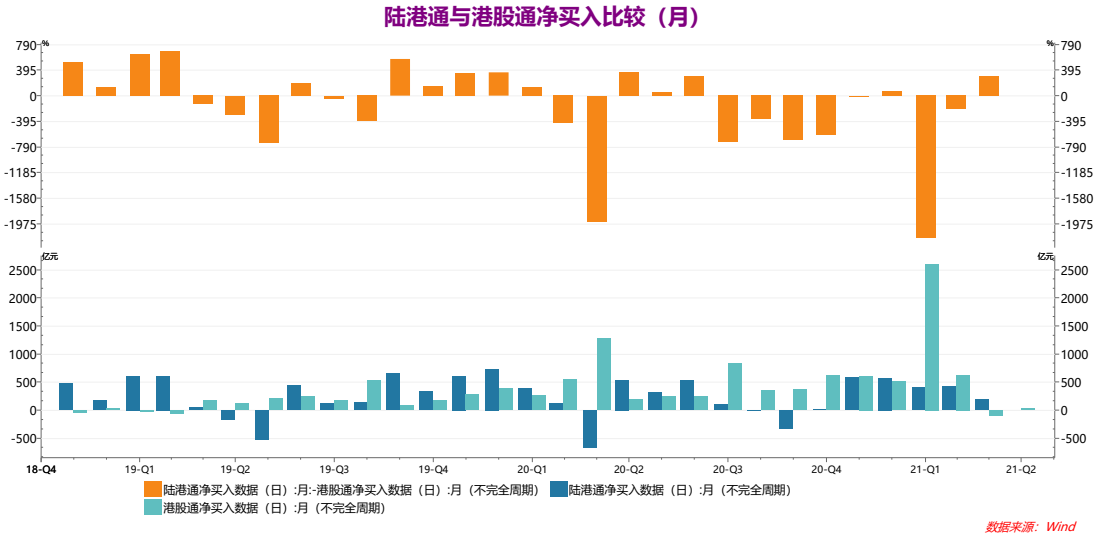
图 13：股票投资分项及其差额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

高频数据显示，全年多数月份，港股通净买入资金超过了陆港通的净买入资金。

图 14：陆港通与港股通净买入比较（月）

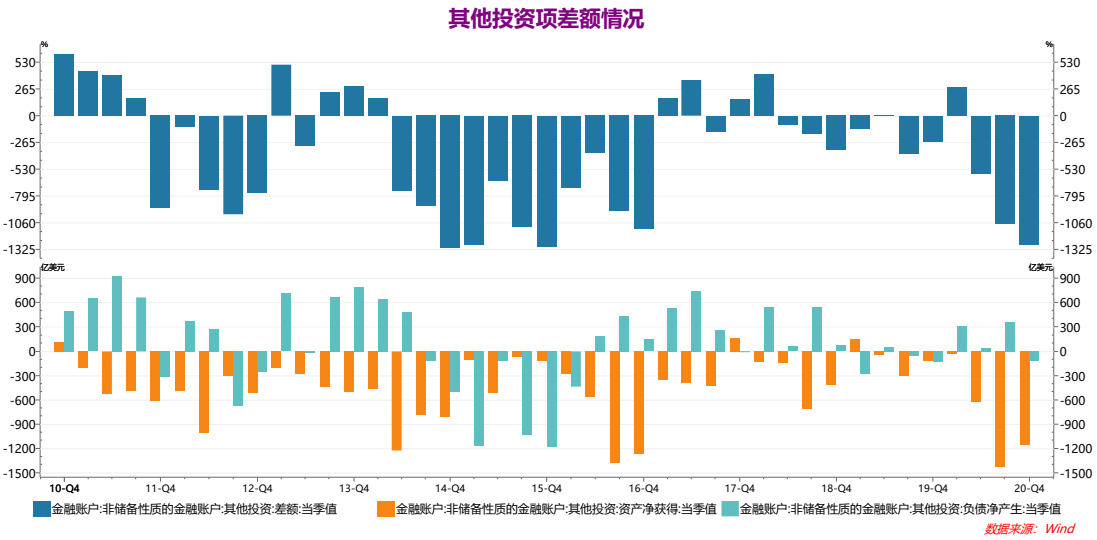


资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

在其他投资项目方面，四季度逆差达到 1279.67 亿美元，超过了三季度的

逆差 1078.51 亿美元，再创 2015 年四季度以来的历史新高。全年其他投资项逆差达到 2562.34 亿美元，创下 2015 年以来的新高。

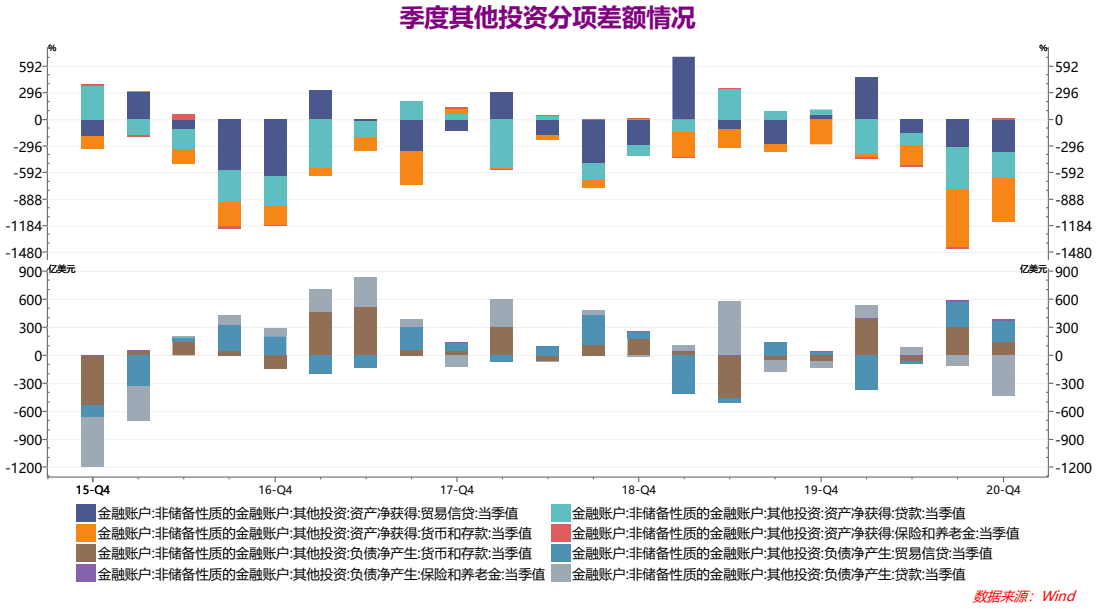
图 15：季度其他投资项差额情况



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从分项来看，其他投资项的逆差主要来源于货币与存款、贷款和贸易信贷。

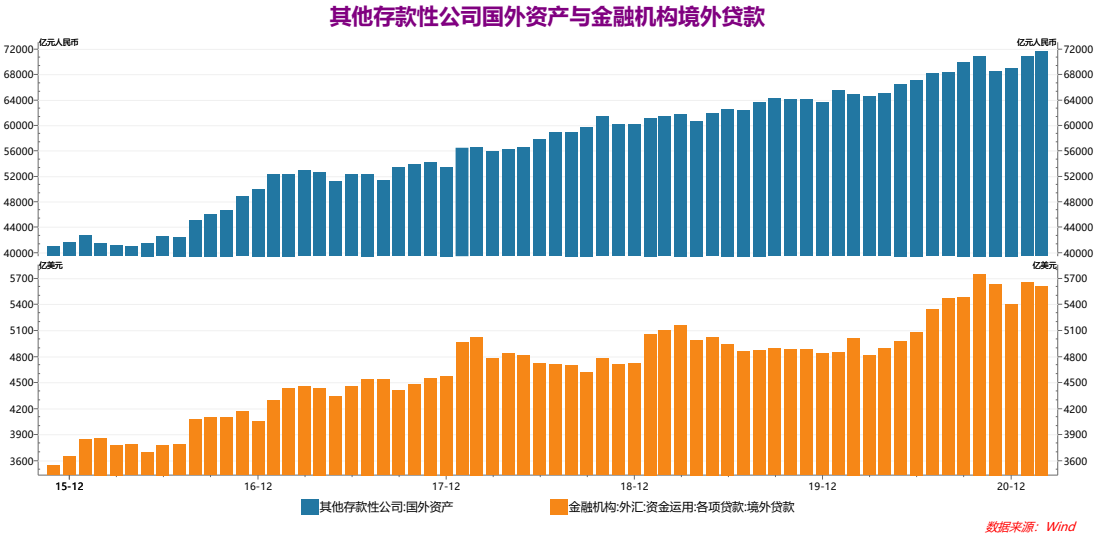
图 16：季度其他投资分项情况



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

高频数据显示，其他存款性金融公司的国外资产和金融机构境外贷款增加明显。

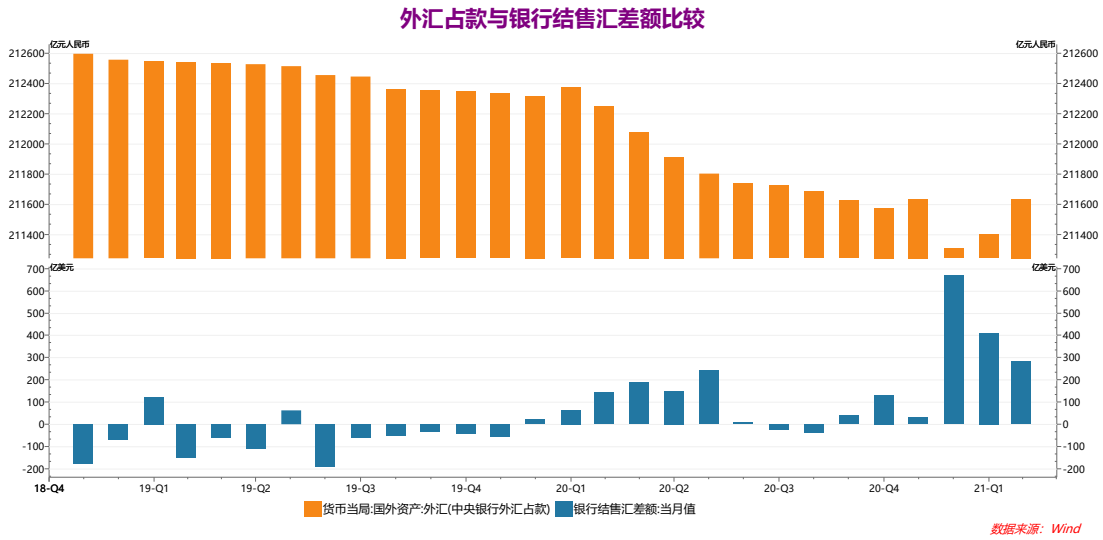
图 17：其他存款性公司国外资产与金融机构境外贷款



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

同时，因其他存款性金融公司向央行“二次结汇”水平较低，导致在银行结售汇差额增加明显的情况下，央行的外汇占款增加相对有限。

图 18：外汇占款与银行结售汇比较

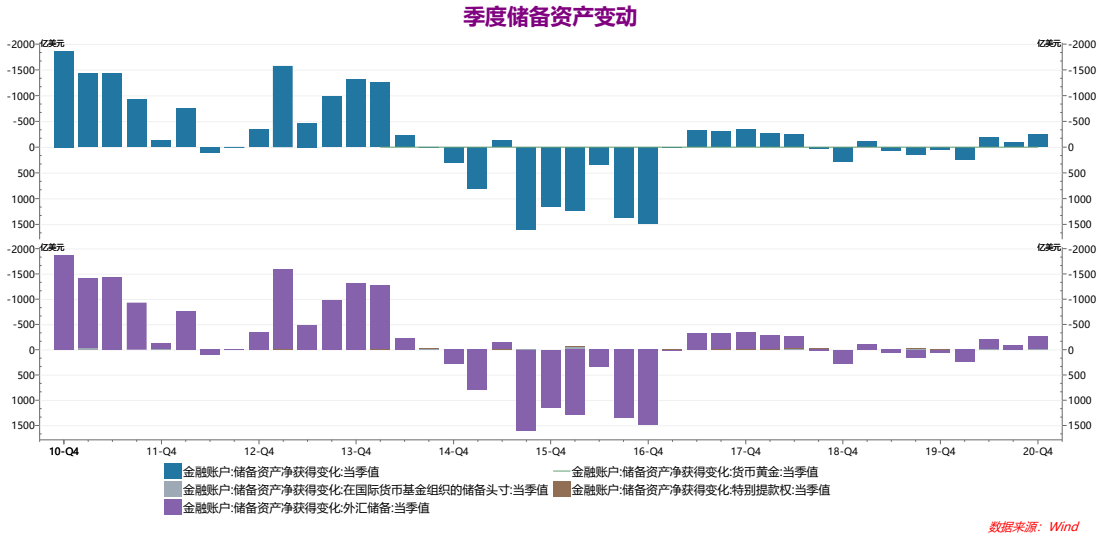


资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

三． 平衡账户分析

第四季度，我国储备资产增加了 246.42 亿美元，其中，外汇储备增加了 237.2 亿美元，四季度是储备资产和外汇储备增加最多的一个季节。也是 2018 年 3 季度以来储备资产增加最多的一个季度。

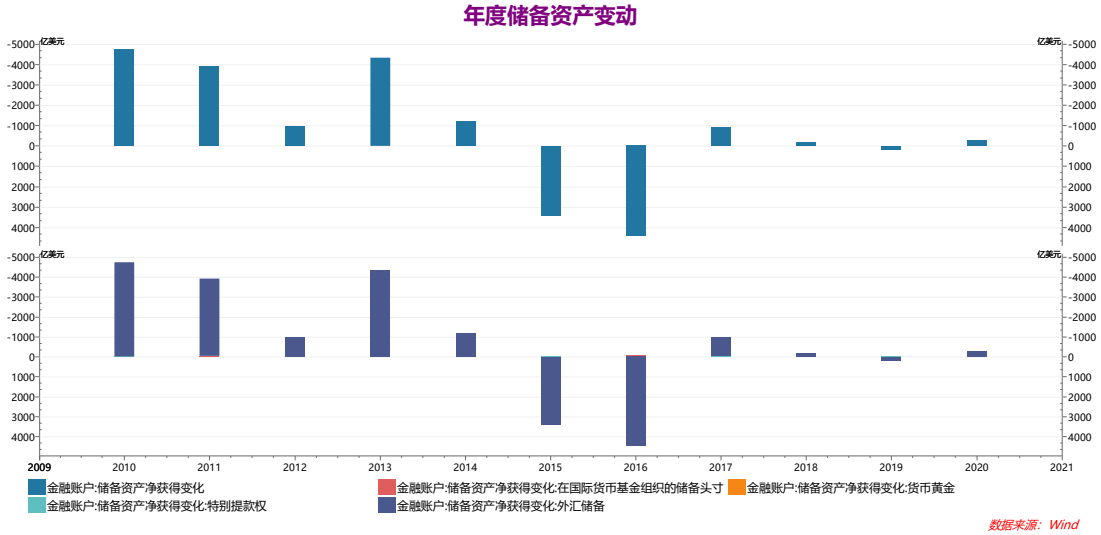
图 19：季度储备资产和外汇储备增加额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从全年数据看，储备资产和外汇储备分别增加了 280.06 亿美元和 261.87 亿美元。而 2019 年，储备资产和外汇储备分别减少了 192.91 亿美元和 197.97 亿美元。

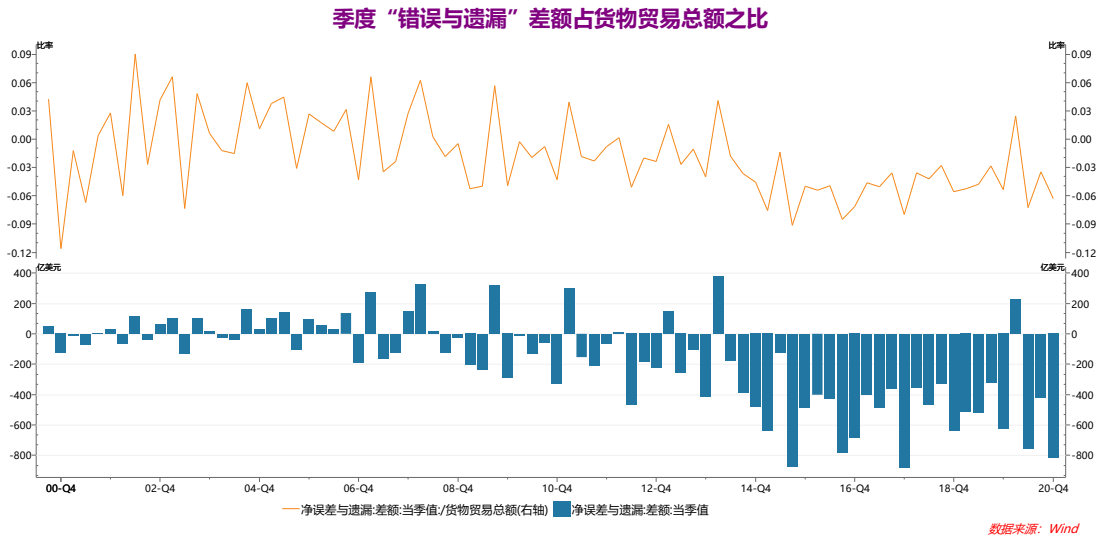
图 20：年度储备资产和外汇储备增加额



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

从“错误和遗漏”项目看，四季度达到-818.67 亿美元，创下 2017 年四季度以来的历史新高。“错误遗漏”项差额占当季货物贸易总额之比达到 6%，超越了 5%的国际警戒线。

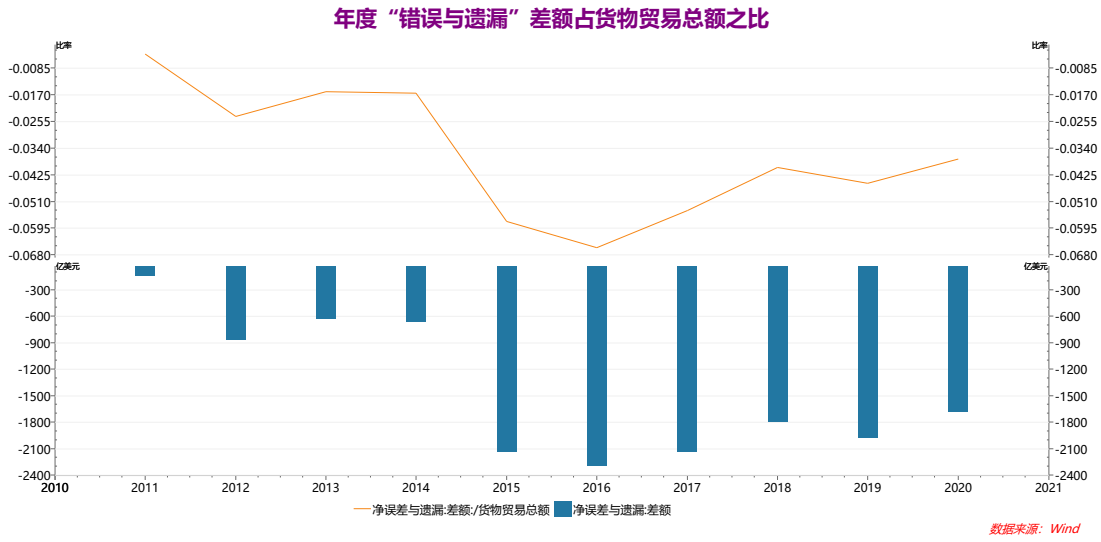
图 21：季度“错误与遗漏”差额占货物贸易总额之比



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

全年“错误与遗漏”差额达到-1681.38 亿美元，低于 2019 年的-1980.54 亿美元。“错误遗漏”项差额占当季货物贸易总额之比达到 4%，低于 5%的国际警戒线。从季度数据看，2 季度和 4 季度明显偏高。

图 22：季度“错误与遗漏”差额占货物贸易总额之比



资料来源：银河期货演讲所 WIND 国家外汇管理局

四． 综合分析

我们认为四季度的我国国际收支依旧反映了疫情对我国和其他主要经济体的不同影响：由于中国率先管控了疫情，导致货物贸易顺差大增、直接投资顺差增加明显；由于中国采取了正常的货币政策，加上中国资本市场的开放，导致债券投资大增；由于旅行受限制导致了旅行服务逆差大幅减少。

但随着疫情逐步管控，正向效应可能在来年将边际减弱，人民币升值可能放缓。

我们还应当注意到我国国际收支中目前存在的几个问题：一是“错误与遗漏”项差额依据偏高，特别是个别季节偏高，提高统计质量任务艰巨，也意味着加强外汇等宏观审慎管理依旧任务艰巨；二是“其他投资”项目巨额逆差，吞噬掉了经常项目、直接投资与证券投资大量顺差，导致储备资产增加有限。“其他投资”项目的大量逆差，也意味着我国外汇管理工作的艰巨；

三是经常项目中，投资收入项逆差明显，投资环境改善，吸引外资再投资依旧是个长期任务；四是在资本市场开放的情况下，国内市场估值过高，与可能导致资金的大幅波动。

一国的国际收支反映了一国的外汇供求情况，我们认为从国际收支看，人民币汇率依旧有望保持相对强势，但升值幅度可能减缓。同时，我们还应当从人民币汇率改革的角度来考察人民币汇率，双向波动的区间将不断地拓宽，人民币汇率市场化进程不会中断和停滞。同时，应考虑到美元指数对人民币汇率中间价的影响，我们认为应当从长、中、短期考察美元指数的影响，从短期看，疫苗接种率比较高和国际金融风险的加大有利于美元保持相对强势。

（银河期货研究所 20210406）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投

资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司

联系人：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799