

2020 年国际收支分析报告

2020 年国际收支继续呈现经常项目顺差、资本项目逆差格局，外商直接投资逆势增长，储备资产增加源于基础国际收支顺差增加，有序扩大资本流出是应对人民币升值压力的重要政策工具。

- 全年，经常项目顺差 2989 亿美元，仅次于 2008、2007 和 2015 年的顺差规模，但占 GDP 比重继续保持在±4%的国际标准以内。其中，一季度经常项目录得逆差，主要是因为国内疫情导致货物顺差减少；二至四季度，随着货物顺差增加、服务逆差减少，经常项目转为顺差。本轮人民币升值对经常项目差额影响有限。
- 全年，资本项目（含净误差与遗漏）逆差 2709 亿美元，仅次于 2015 和 2016 年的水平，但占 GDP 比重明显小于后者，表明我国抵御资本流动冲击风险的能力明显增强。其中，外来直接投资顺差明显扩大。联合国贸发会议数据显示，2020 年中国成为全球最大外商直接投资接收国。可见，迄今没有出现全球产业链重构的“去中国化”现象。预计 2021 年，中国仍将凭借经济增长优势以及投资便利化措施，继续吸引外商来华投资。
- 全年，交易引起的储备资产增加 280 亿美元，是因为基础国际收支顺差规模大于短期资本净流出；交易引起的外汇储备资产增加 262 亿美元，远小于央行公布的外汇储备余额增加 1086 亿美元的水平，表明外汇储备余额变动主要受估值因素影响。
- 在人民币持续升值背景下，我国外汇政策取向主要是增加汇率弹性、扩大资本流出、调控资本流入。预计这一外汇政策组合仍将延续。不过，鉴于本轮人民币升值压力主要来自基础交易，而非热钱流入，因此扩大资本流出将是缓解汇率升值压力的重要政策工具，调控资本流入的政策效果相对有限。

风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期。

相关研究报告

《一季度对外经济部门体检报告》 20200630
《二季度国际收支数据解读》 20200810
《上半年国际收支报告之外的故事》 20201011
《三季度国际收支分析报告》 20210103

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：管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

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

2 月 19 日，国家外汇管理局公布了 2020 年四季度及全年国际收支平衡表初步数据。全年来看，国际收支继续呈现经常项目顺差、资本项目逆差格局，外商直接投资逆势增长，储备资产增加源于基础国际收支顺差增加，有序扩大资本流出是应对人民币升值压力的重要政策工具。具体分析如下：

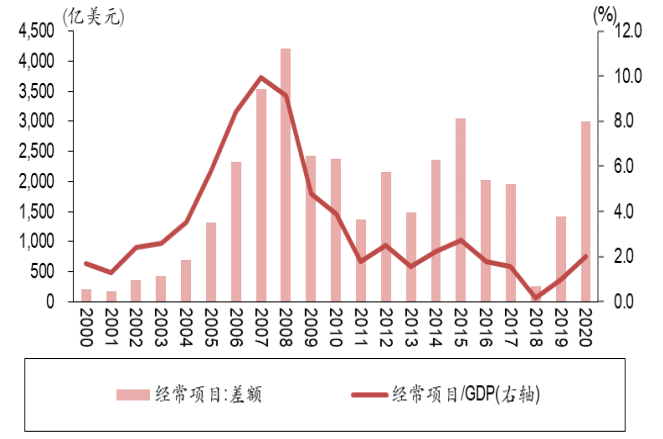
经常项目顺差扩大，人民币汇率升值影响有限

2020 年，我国经常项目顺差 2989 亿美元，较上年增长 1.1 倍，仅次于 2008 年、2007 年和 2015 年分别为 4206、3532 和 3042 亿美元的顺差规模；占全年名义 GDP 比重为 2%，较上年提升 1 个百分点，但远低于 2008 年、2007 年分别为 9.2%、9.9%的水平，维持在±4%的国际标准以内，反映出我国对外经济基本平衡（见图表 1）。

全年经常项目顺差扩大，主要是由于货物顺差增加 1085 亿美元、服务逆差减少 1159 亿美元，二者分别贡献了经常项目顺差增加额的 69%和 74%。分季度来看，一季度经常项目逆差 337 亿美元，同比减少 638 亿美元，主要是由于国内疫情暴发导致企业生产受阻，货物顺差减少 526 亿美元，贡献了经常项目减少额的 83%；二至四季度，国内疫情传播基本阻断、企业逐步复工复产，但海外疫情加速蔓延、居民境外出行受到抑制，货物顺差增加 1612 亿美元、服务逆差减少 995 亿美元，二者分别贡献了经常项目增加额的 73%和 45%（见图表 2）。

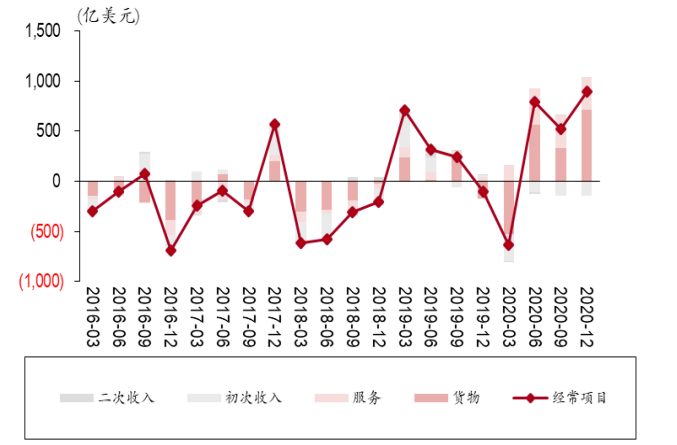
理论上，贸易顺差扩大会增加外汇市场供给，推动人民币升值；人民币升值意味着本币购买力增强、出口产品竞争力下降，会反过来抑制贸易顺差扩大。确实，正如我们在 2 月初的报告指出，本轮人民币汇率持续升值背后的市场力量主要来自经常项目顺差（详见报告《当前人民币升值压力是来自热钱流入吗？》2021 年 2 月 2 日）。但这并不意味着经常项目顺差扩大、人民币汇率升值的逻辑必然成立。例如，2015 年经常项目顺差 3042 亿美元，仅次于 2008 年和 2007 年的水平，但当年人民币汇率却贬值 5.8%。这是因为我国经常项目收支基本平衡，人民币汇率趋于均衡合理，对于汇率波动没有明确的方向性。此外，我们也一直强调，本轮人民币升值对出口企业的财务影响要大于出口竞争力，因为后者主要受人民币多边汇率影响：2020 年 BIS 公布的人民币实际有效汇率指数上涨 3.4%，小于同期人民币对美元汇率 6.9%的累计涨幅。

图表 1. 经常项目差额及其与名义 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 2. 经常项目及其子项目季度同比变动额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

资本项目逆差扩大，外商直接投资逆势增长

在央行基本退出外汇市场常态干预情况下，国际收支平衡表中的经常项目和资本项目互为镜像关系，即经常项目顺差必然对应着资本项目逆差，且经常项目顺差越大、资本净流出越多，这与人民币升贬值无必然联系。

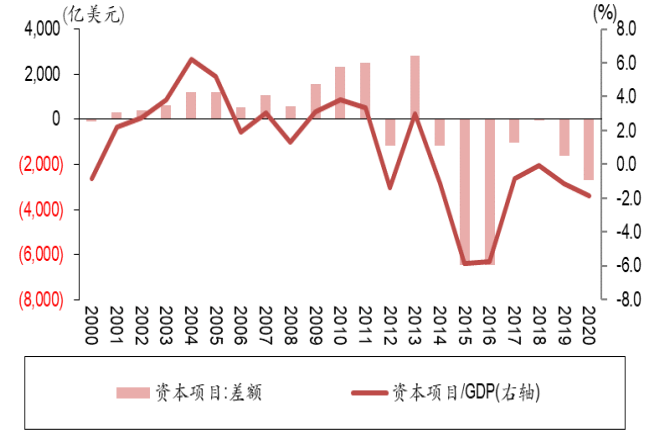
2020 年，我国资本项目（含净误差与遗漏）逆差 2709 亿美元，较上年增长 69%，仅次于 2015 年和 2016 年分别为 6471 亿美元和 6459 亿美元的逆差规模；占全年名义 GDP 比重为 1.8%，较上年提升 0.7 个百分点，但远低于 2015 年和 2016 年分别为 5.8%和 5.7%的水平，表明随着国家经济实力提高，我国抵御资本流动冲击风险的能力明显增强（见图表 3）。

全年资本项目逆差扩大，主要是因为短期资本（即证券投资、其他投资、净误差与遗漏合计）逆差 3742 亿美元，较上年增加 1558 亿美元，贡献了资本项目逆差增加额的 141%（见图表 4）。由于国际收支平衡表初步数据未披露短期资本的细项数据，因此我们只能分析跨境直接投资数据。

2020 年，国际收支口径的直接投资顺差 1034 亿美元，较上年增加 453 亿美元。直接投资顺差增加是因为外来直接投资增加，而非对外直接投资减少：外来直接投资顺差 2130 亿美元，增加 36.7%；对外直接投资逆差 1096 亿美元，增加 12.2%。分季度来看，一季度，受国内疫情影响，外来直接投资顺差同比减少 133 亿美元；二季度，随着国内疫情好转，外来直接投资顺差仅减少了 4 亿美元，对外直接投资逆差增加 35 亿美元；三、四季度，外来直接投资顺差、对外直接投资逆差较上年同期均有所扩大，由于外来直接投资顺差增幅更大，因此直接投资净流入额明显增加（见图表 5）。另外，联合国贸发会议发布的《2020-2021 年全球投资趋势与展望》指出，2020 年全球外商直接投资下降 42%，但中国吸引的外商直接投资逆势上涨 4%，中国成为 2020 年全球最大外商直接投资接收国。

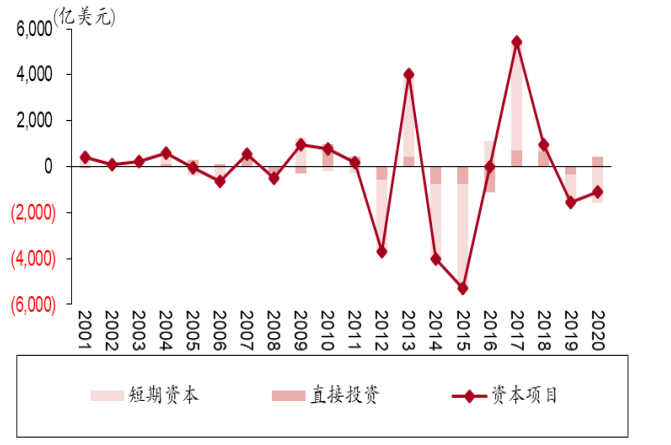
从上述数据来看，迄今没有出现全球产业链重构的“去中国化”现象。预计 2021 年，在全球直接投资可能进一步疲软的情况下，中国仍将凭借经济增长优势以及投资便利化措施，继续吸引外商来华投资。

图表 3. 资本项目差额及其与名义 GDP 之比



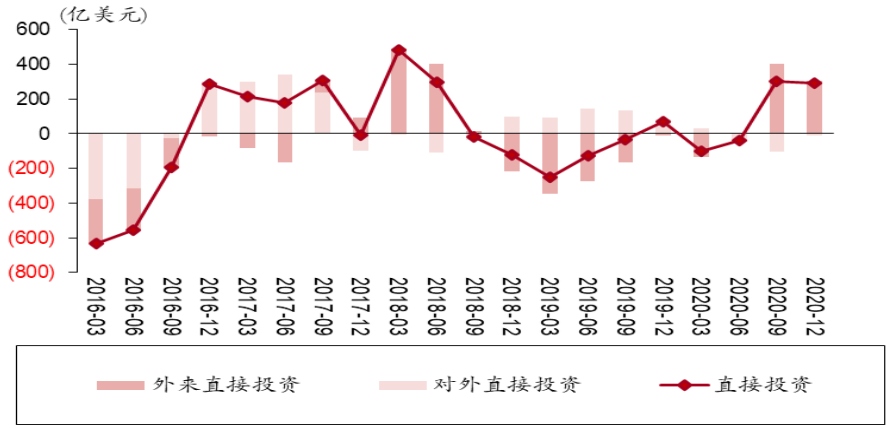
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 4. 资本项目及其子项目同比变动额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 5. 国际收支口径的直接投资季度同比变动额



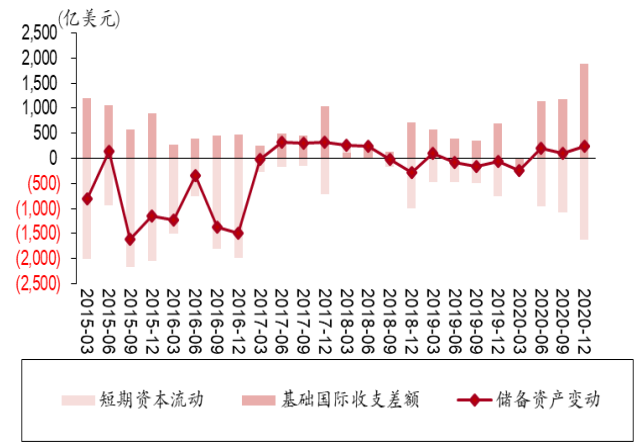
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

储备资产增加，是由基础国际收支顺差增加贡献

2020 年，我国剔除汇率和资产价格变动引起的估值影响的储备资产增加 280 亿美元（也称交易引起的储备资产变动），其中基础国际收支（即经常项目和直接投资合计）顺差 4023 亿美元，增长 102%；短期资本净流出 3742 亿美元，增长 71%。分季度来看，一季度，储备资产减少 251 亿美元，其中基础国际收支录得首次逆差 174 亿美元，短期资本净流出 76 亿美元，反映出市场情绪和疫情对经济基本面的冲击共同影响了储备资产；二至四季度，随着国内疫情形势改善，经济活动重启，基础国际收支由逆差转为顺差，带动储备资产增加，同期短期资本为持续净流出状态（见图表 6）。全年，短期资本净流出规模总体小于基础国际收支顺差，二者之比为-93%；上年该比例为-110%，故引起储备资产减少 193 亿美元。

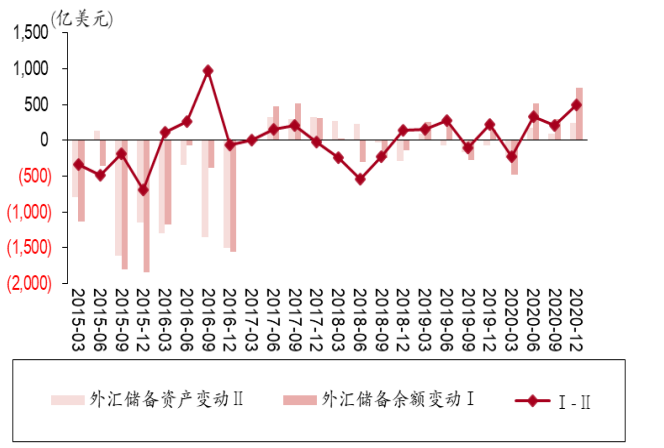
2020 年，央行公布的外汇储备余额增加 1086 亿美元，大于同期交易引起的外汇储备资产增加 262 亿美元，二者缺口（即估值效应）为 824 亿美元，贡献了外汇储备余额增幅的 76%。分季度来看，一季度，外汇储备资产和外汇储备余额均有所减少，后者变动幅度更大，二者缺口为负，主要反映了一季度美元升值、全球金融市场下跌造成的负估值效应，贡献了外汇储备余额降幅的 47%；二至四季度，美元高位回落、金融市场反弹，推动外汇储备余额增幅大于外汇储备资产，二者缺口转正，正估值效应贡献了外汇储备余额增幅的 67%（见图表 7）。可见，2020 年外汇储备余额变动主要受估值因素影响。

图表 6. 剔除估值影响的储备资产变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 7. 外汇储备资产和外汇储备余额变动的缺口



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

有序扩大资本流出是缓解汇率升值压力的重要政策工具

2020 年 6 月份之后，人民币汇率持续升值。在此背景下，我国外汇政策取向主要是增加汇率弹性、扩大资本流出、调控资本流入。例如，2020 年 10 月，宣布中间价报价行陆续淡出使用“逆周期因子”；2021 年 1 月，上调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数，即提高境内企业境外放款上限；2020 年 12 月、2021 年 1 月，先后下调金融机构和境内企业跨境融资的宏观审慎调节系数（见图表 8）。预计“汇率弹性增加+有序扩大资本流出+适当调控资本流入”的外汇政策组合仍将延续。不过，鉴于本轮人民币升值压力主要来自基础交易，而非热钱流入，因此扩大资本流出将是缓解汇率升值压力的重要政策工具，调控资本流入的政策效果相对有限。

日前，有关部门负责人接受专访时指出，2021 年在坚持稳中求进的工作总基调下，将推出的资本项目外汇管理措施包括，完善企业境外放款管理（例如提高企业境外放款宏观审慎调节系数），研究有序放宽个人资本项下业务限制（例如修订境内个人参与境外上市公司股权激励计划的管理规定，取消年度购付汇额度限制；研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性），推进 QDII 制度实施（例如完善常态化 QDII 额度发放机制；适时提高 QDII 额度）等[1]。这应该都是当局“扩流出”的外汇政策工具箱中的工具。

当然，这些政策从想法成为做法，不可能一蹴而就。“扩流出”不是单纯的外汇管理问题，能不能对外投资不完全取决于外汇形势，更取决于境内机构和个人有没有在全球配置资源的能力。而且，政策出台还会涉及多个部门甚至需要相关配套政策。

图表 8. 2020 年 9 月份以来的外汇政策梳理

分类	具体内容
增加汇率弹性	2020 年 10 月 27，中国外汇交易中心公告称，近期部分人民币对美元中间价报价行基于自身对经济基本面和市场情况的判断，陆续主动将人民币对美元中间价报价模型中的‘逆周期因子’淡出使用。
扩大资本流出	2020 年 9 月至 12 月，累计新批 QDII 额度 217 亿美元； 2020 年 10 月 12 日，将远期购汇的外汇风险准备金率降至 0； 2021 年 1 月 5 日，将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。
调控资本流入	2020 年 12 月 11 日，将金融机构跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 降至 1； 2021 年 1 月 7 日，将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。

资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期。

[1] *叶海生，深化改革 稳步推进高水平资本项目开放，《中国外汇》，2021 年第 3-4 期。*

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