

2020 年外汇市场分析报告

外汇市场运行总体平稳，年末出现羊群效应

人民币兑美元汇率出现明显升值，但升值幅度大于多边汇率；人民币汇率弹性有所增强，在主要货币中保持了基本稳定；境内外汇总体供大于求，全年外汇盈余明显增加；汇率“稳定器”作用正常发挥，但年末出现“追涨杀跌”的羊群效应；市场汇率风险管理意识有所增强，但仍以被动管理为主；汇率预期方向由贬转升，总体市场预期基本稳定；跨境外汇资金偏流出压力，股债资金流动方向不一。

- 6 月份之后，人民币兑美元汇率出现较快升值，但由于多边汇率升值幅度较小，因此本轮人民币升值对出口企业的财务影响大于竞争力冲击。与上年相比，人民币汇率弹性有所增强，在主要货币中保持了基本稳定。
- 境内外汇总体供大于求，全年外汇盈余明显增加。服务贸易结售汇逆差减少、货物贸易结售汇顺差扩大是即期结售汇顺差扩大的主要原因，后者又是结售汇总体顺差扩大的主要贡献项。
- “低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用基本正常发挥。但 12 月份仍然出现了较为明显的“追涨杀跌”的羊群效应，主要表现为市场结汇意愿增强、购汇意愿减弱，即期询价成交量增长明显。
- 市场主体汇率风险管理意识有所增强，年末对于远期结汇的外汇风险对冲力度加大。在银行代客涉外收付中，代客结售汇占比降至 40%，企业主要运用自然对冲汇率风险的被动管理方式，境内外汇存款发挥了蓄水池的调节作用。
- 人民币汇率预期由偏贬值方向转为偏升值，但总体市场预期基本稳定；国际收支口径的跨境资本为偏流出压力，股票市场和债券市场资金流动方向相反，前者为净流出，后者为净流入。

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

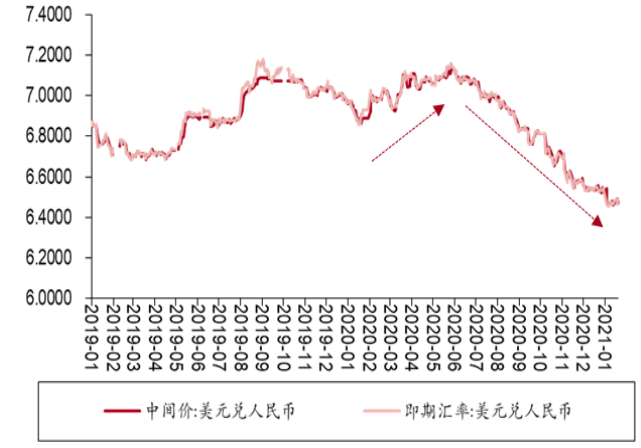
6 月份之后人民币兑美元汇率升值幅度大于多边汇率

2020 年，人民币汇率（如无特指，文中人民币汇率均指人民币兑美元汇率）呈现先抑后扬的走势，全年中间价和（境内银行间市场下午四点半）收盘价分别升值 6.9%和 6.5%。前 5 个月，人民币汇率总体承压。6 月份以来，人民币汇率节节攀升，从 7.1 下方持续升至 6.6 上方（见图表 1）。年末，人民币汇率中间价收在 6.5249 比 1，较 5 月末上涨 6067 个基点，涨幅为 9.3%。同期，美元指数下跌 8.5%，与人民币汇率的升值幅度大体相当，且万得人民币汇率预估指数仅上涨 2.7%。这一定程度上是因为，3 月底至 5 月期间，美元指数回落，其他非美货币升值，人民币依然处于低位，直到 6 月份之后，才开始加速升值，一定程度上有补涨性质。

截至 2020 年末，本轮人民币升值态势已经持续 7 个月，但期间人民币升值速度和升值幅度并不是最快和最大的。从单月涨幅来看，本轮人民币升值最快的月份是 11 月，当月中间价升值 2.2%，但仍然低于 2018 年 1 月份的 3.2%、2019 年 1 月份的 2.4%。从累计涨幅来看，2020 年 6 至 12 月，中间价累计升值 9.3%，小于 2017 年初到 2018 年 3 月底 10.3%的升值幅度（见图表 2）。如果考虑 2021 年初继续升值的人民币汇率，2020 年 6 月至 2021 年 1 月 22 日，中间价累计升值 10.4%，则略微超过了 2017 年初到 2018 年 3 月底期间的升值幅度。

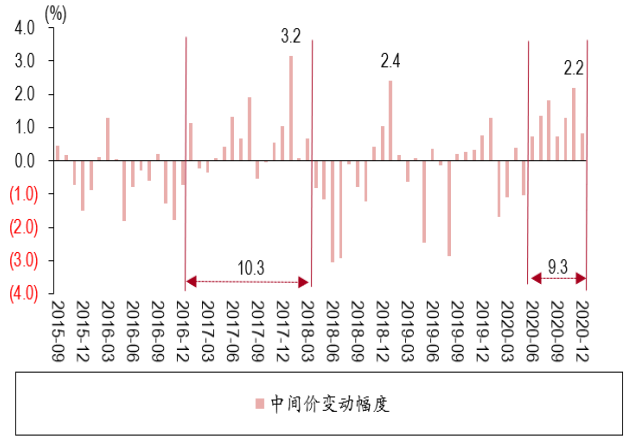
需要指出的是，尽管本轮人民币兑美元汇率出现较快升值，但人民币多边汇率升值幅度较小。6 月至 12 月，国际清算银行公布的人民币实际有效汇率指数仅上涨了 2.2%，远低于同期人民币兑美元汇率 9%以上的涨幅；全年上涨 3.3%，也小于双边汇率 6%以上的涨幅。因此，本轮人民币升值对我国出口企业的财务影响大于竞争力冲击。

图表 1. 2020 年人民币汇率先抑后扬



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

图表 2. 人民币汇率中间价月度变动幅度



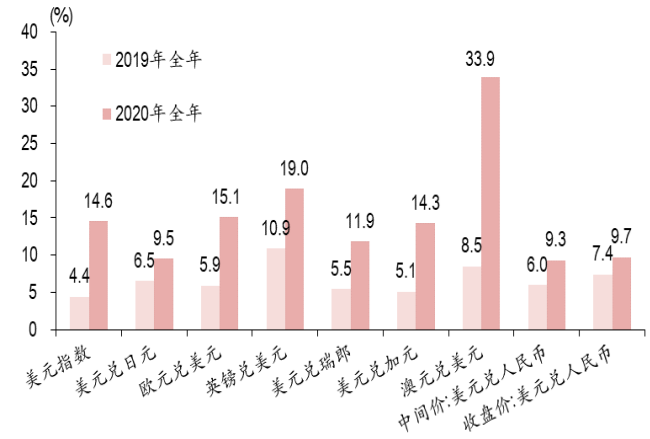
资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

人民币汇率弹性有所增强，在主要货币中保持了基本稳定

2020 年全年，中间价和收盘价最低收于 5 月末的 7.1316 比 1、7.1600 比 1，最高收于 12 月末的 6.5236 比 1、6.5241 比 1，全年最大振幅分别为 9.3%和 9.7%，较 2019 年分别提高 3.3 和 2.3 个百分点。但 2020 年国际货币基金组织披露币种构成的八种主要储备货币的波动性均有所提高，并且除日元汇率外，其他六种储备货币最大振幅的上升幅度明显高于人民币，美元、欧元、英镑、瑞郎、加元、澳元最大振幅分别较 2019 年提高了 10.2、9.2、8.1、6.4、9.2、25.4 个百分点。因此，在八种主要储备货币中，人民币汇率中间价最大振幅排名垫底，收盘价最大振幅仅高于日元，且远低于其他七种储备货币最大振幅平均为 16.9%的水平（见图表 3）。

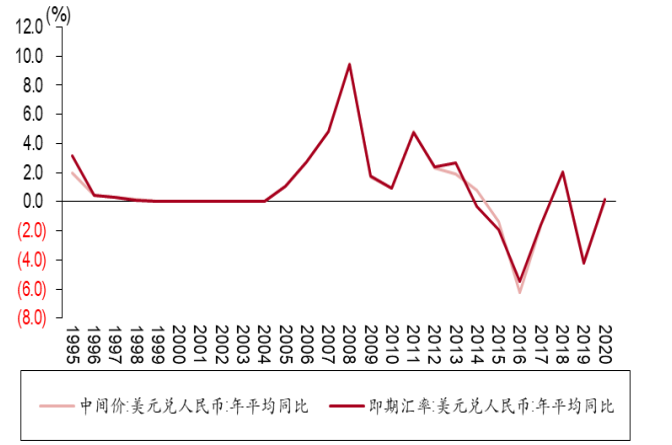
尽管 2020 年末人民币汇率较上年末出现了较大升幅，但全年中间价均值基本与上年持平，收盘价均值仅上涨了 0.2%（年均汇率最大涨幅出现在 2008 年，中间价和收盘价均值分别上涨了 9.5%、9.4%）（见图表 4）。从财务上讲，将存量数据折算为本外币时，用的是期末时点汇率；将流量数据折算为本外币时，用的是期间平均汇率。因此，年平均汇率的微小变动不会对中美经济实力对比变化产生明显影响。同样，我们将各月进出口贸易额占比作为权重乘以当月人民币即期汇率均值，得出 2020 年人民币贸易加权汇率为 6.8795，仅较 2019 年上涨 0.5%。从此意义上讲，当人民币汇率是双向而非单边波动时，市场试图从赌人民币汇率走势中在财务上受益恐吃力不讨好。

图表 3. 主要储备货币对美元汇率的最大振幅变动



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 人民币汇率中间价月度变动幅度



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

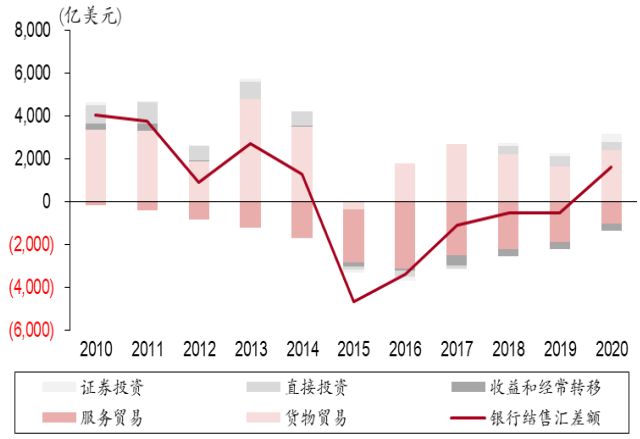
境内外汇总体供大于求，全年外汇盈余明显增加

2020 年，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 2152 亿美元，远高于上年顺差 204 亿美元。其中，即期结售汇顺差 1587 亿美元，上年为逆差 560 亿美元，增加 2147 亿美元；年末银行代客远期结售汇未到期净结汇余额 489 亿美元，较上年末增加 354 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净购汇余额 172 亿美元，较上年末减少 210 亿美元，两项合计衍生品交易累计净增加外汇供给 564 亿美元，较上年少 200 亿美元。可见，2020 年即期结售汇顺差扩大是结售汇总顺差显著增加的主要原因。从交易性质看，服务贸易结售汇逆差减少、货物贸易结售汇顺差扩大，又是即期结售汇顺差扩大的主要原因，二者分别减少 892 亿美元、增加 772 亿美元，合计贡献了即期结售汇顺差增加额的 77%（见图表 5）。

分月度看，除了 6、7 月份供求缺口为负以外，其他月份的缺口均为正值，并且 8 月份之后供求缺口在不断扩大。12 月份，银行即远期结售汇（含期权）顺差 984 亿美元，环比增加 785 亿美元，顺差规模创历史新高（见图表 6）。其中，当月即期结售汇顺差 666 亿美元，环比增加 636 亿美元；银行代客远期净结汇未到期额环比增加 214 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比增加 104 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇供给 318 亿美元，环比增加 149 亿美元。

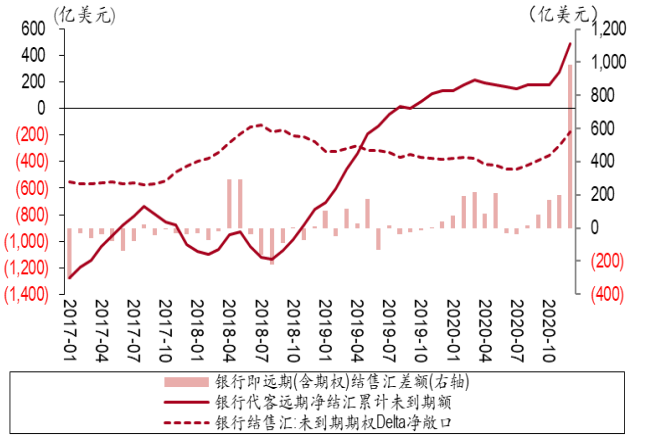
这反映了此轮人民币升值背后的市场供求力量，与 2017 年外汇供求逆差，依靠逆周期因子调节驱动的人民币升值大不相同。

图表 5. 银行即期结售汇差额变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 6. 境内客户市场外汇供求状况



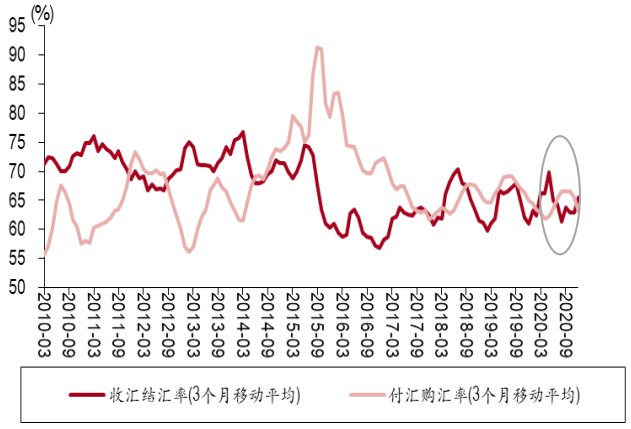
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

汇率“稳定器”作用正常发挥，但年末出现“追涨杀跌”的羊群效应

2020 年全年，收汇结汇率为 65.0%，较上年上升 1.1 个百分点；付汇购汇率为 64.0%，较上年回落 2.6 个百分点。分月度看，境内外汇市场总体呈现“低（升值）买高（贬值）卖”的特征。前 5 个月人民币汇率总体承压。5 月份，人民币汇率中间价均值较 1 月份下跌 2.6%。当月，3 个月移动平均的收汇结汇率为 69.9%，较 1 月份上升 6.7 个百分点；付汇购汇率为 62.2%，较 1 月份回落 2.4 个百分点。6 月至 12 月，人民币汇率持续升值。12 月份，中间价均值较 5 月份上升 8.5%。当月，收汇结汇率为 65.4%，较 5 月份回落 4.5 个百分点；付汇购汇率为 63.1%，较 5 月份上升 0.9 个百分点（见图表 7）。

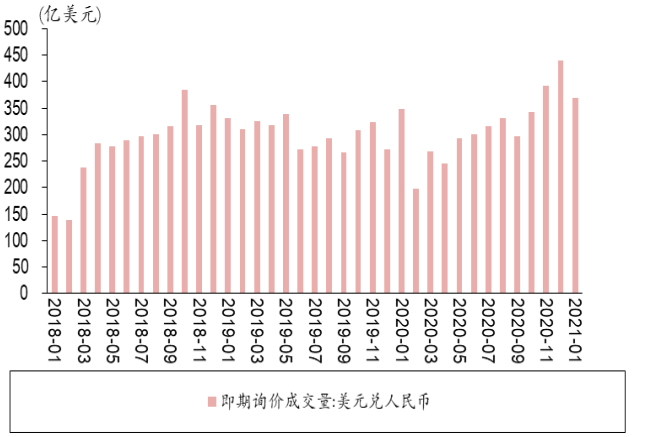
但值得注意的是，由于年底财务核算的年关效应，以及为了减少人民币持续升值造成的汇兑损失，12 月份，境内外汇市场仍然出现了较为明显的“追涨杀跌”。当月，收汇结汇率环比上升了 2.6 个百分点，付汇购汇率回落了 2.4 个百分点（见图表 7）。同期，银行间市场即期询价日均成交量为 439.1 亿美元，较 2015 年至 2019 年同期平均水平增长了 55.8%（见图表 8）。

图表 7. 境内外汇市场结售汇意愿变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 8. 银行间市场即期询价日均成交量变动情况



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

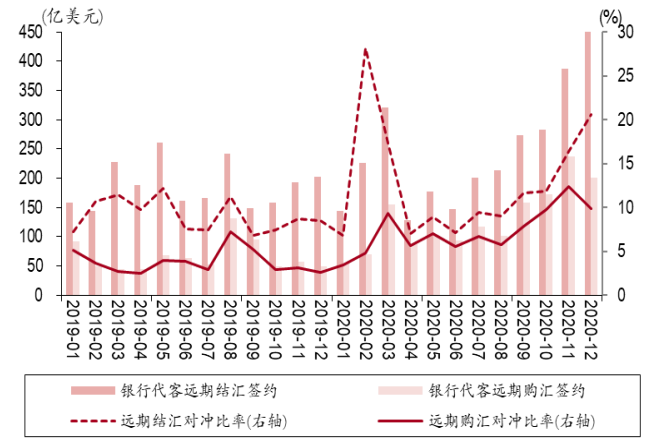
汇率风险管理意识有所增强，但仍以被动管理为主

2020 年，以远期结汇签约额与出口额比重衡量的远期结汇对冲率为 11.8%，较 2015 年至 2019 年均值上升 5.1 个百分点；以远期售汇签约额与进口额比重衡量的远期售汇对冲比率为 7.5%，较 2015 年至 2019 年均值回落 3.2 个百分点。分月度看，6 月份以来，远期结汇对冲比率、远期购汇对冲比率均有明显提升。但 12 月份远期结汇对冲比率和远期售汇对冲比率的环比变动方向相反，前者上升 4.1 个百分点，后者下降 2.6 个百分点（见图表 9）。这显示在 2021 年初人民币汇率可能惯性冲高的预期下，市场对于远期结汇的外汇风险对冲力度加大，反映衍生品市场上也出现了一定的羊群效应。

同时，企业还运用自然对冲汇率风险的被动管理方式，其中境内外汇存款是重要的蓄水池。2020 年，住户和非金融企业净增加境内外汇存款 702 亿美元，2018 年和 2019 年分别减少 701 亿美元和 149 亿美元，2015 年至 2017 年则分别增加 419 亿美元、659 亿美元、328 亿美元。从外汇存款和人民币汇率的相关性来看，2014 年 12 月至 2017 年 12 月，住户和非金融企业外汇存款余额与月平均人民币汇率收盘价高度正相关（相关系数为 0.754）；2018 年至 2020 年，二者转为高度负相关（相关系数为-0.905），即人民币越贬值，住户和非金融企业越减少外汇存款，反之则会增加外汇存款。从 2020 年月度数据也可以发现这一迹象：前 5 个月，住户和非金融企业境内外汇存款合计减少外汇存款 163 亿美元；6 月至 12 月，住户和非金融企业境内外汇存款合计增加外汇存款 864 亿美元（见图表 10）。

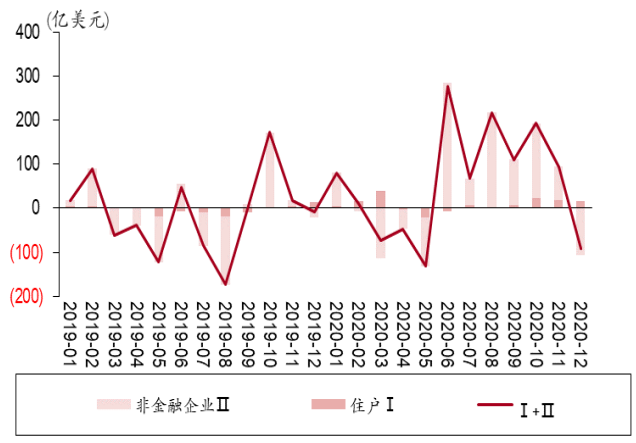
2020 年，银行代客结汇中，远期履约占比为 13.7%，较上年提高 2 个百分点。如果加上期权等交易，企业运用外汇衍生品主动套保的比重将会有所提高。全年，银行代客涉外收付款额中有 40%是通过本外币兑换完成的，其他的则是以人民币收付（同期占比为 37.5%）和自有外汇资金对外支付。鉴于银行代客结售汇中，部分结汇不是当期外汇收入，部分购汇也非当期外汇支出，因此实际的自有外汇收付的比重不低于 22.2%，而结售汇的占比有所高估（见图表 11）。不论是人民币收付还是外币收付，在境内均不承担汇率风险。

图表 9. 银行代客远期结售汇及其对冲比率



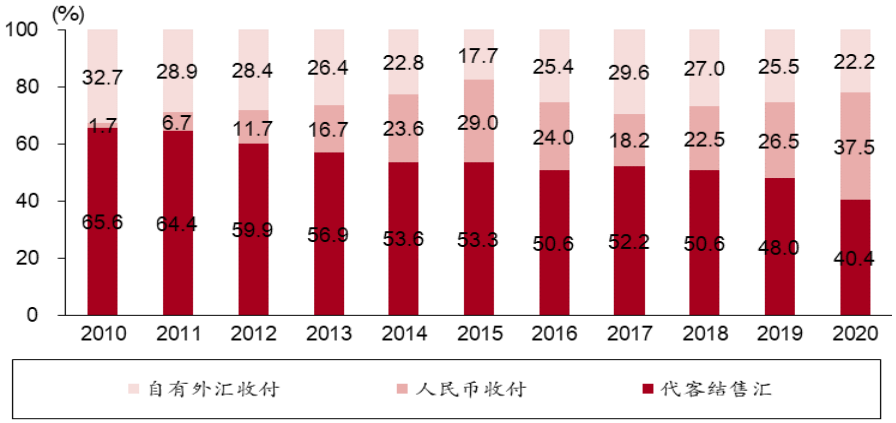
资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

图表 10. 住户和非金融企业境内外汇存款变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 11. 银行代客涉外收付构成情况

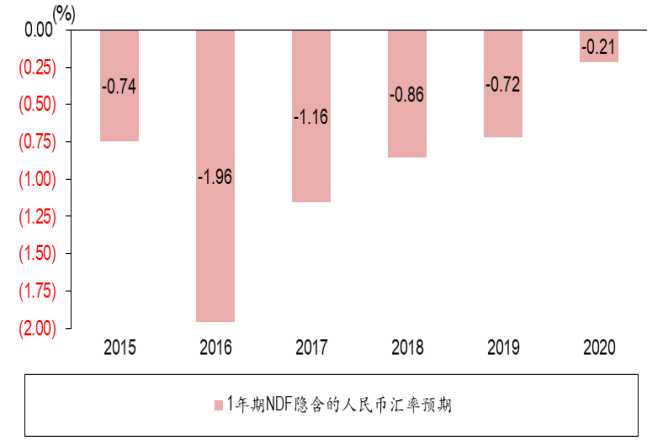


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

汇率预期方向由贬转升，总体市场预期基本稳定

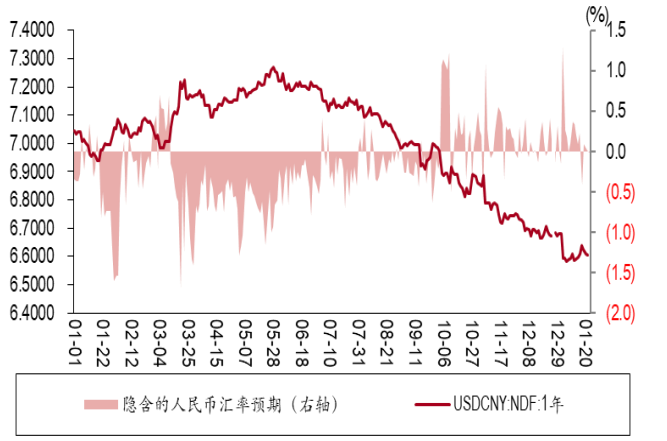
2020 年，1 年期无本金交割的外汇远期交易（NDF）隐含的人民币汇率贬值预期日均为 0.21%。虽然市场总体偏贬值预期，但贬值预期低于 2015 年至 2019 年各年日均水平（见图表 12）。分月度来看，2020 年前 9 个月的汇率预期总体偏贬值方向，贬值预期日均为 0.35%；10 月至 12 月，汇率预期转为偏升值方向，升值预期日均为 0.19%，其中 10 月份升值预期最强，日均为 0.32%，11 月份缩小至 0.19%，12 月份升贬值预期交替出现（见图表 13）。

图表 12. 2015 年至 2020 年人民币汇率预期日均水平



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

图表 13. 2020 年人民币汇率预期变化情况



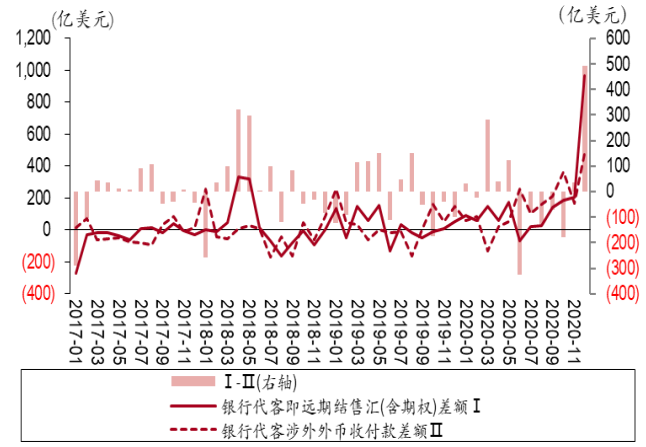
资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

跨境外汇资金偏流出压力，股债资金流动方向不一

2020 年全年，银行代客涉外收付净流入 1169 亿美元，远高于上年净流入 245 亿美元。其中，涉外人民币收付净流出 649 亿美元，上年净流出 198 亿美元；涉外外币收付顺差 1818 亿美元，上年为顺差 443 亿美元。同期，银行代客即远期（含期权）结售汇顺差 2006 亿美元，上年为顺差 332 亿美元；结售汇顺差较涉外外币收付顺差多出 188 亿美元，上年前者顺差较后者顺差少了 111 亿美元，但正缺口低于 2018 年的 398 亿美元。分月度来看，前 5 个月缺口为正，6 月至 10 月缺口转负，11 月和 12 月再次转为正值，分别为 35 亿美元和 493 亿美元（见图表 14）。

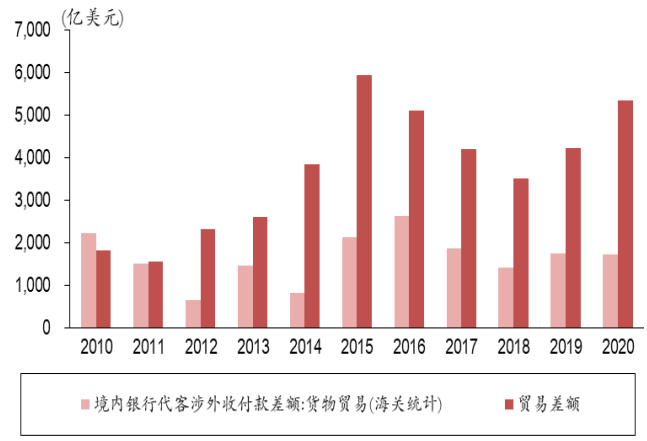
鉴于银行代客收付统计是现金收付制，而国际收支统计是权责发生制，故用银行代客即远期（含期权）结售汇差额与涉外外汇收付差额的偏离来考察跨境资本流动状况有所欠缺。为此，我们在前述缺口的基础上加上贸易差额与贸易收付款差额的缺口（以下简称“调整缺口”）（见图表 15）。从图表 16 可以看出，在 2017 年一季度到 2020 年三季度 15 个观察期内，调整缺口给出了 14 次正确信号，而此前的缺口只给出了 9 次正确信号。可见，调整缺口是反映跨境资本流动状况的更好指标。2020 年全年，调整缺口为-3446 亿美元，上年为-2588 亿美元，并较 2017 年至 2019 年均值增长了 51%。分月度来看，2、3 月份缺口为正，其他月份均为负值，反映国际收支口径的跨境资本流动总体为偏流出压力（见图表 17）。

图表 14. 即远期(含期权)结售汇差额与涉外外币收付差额



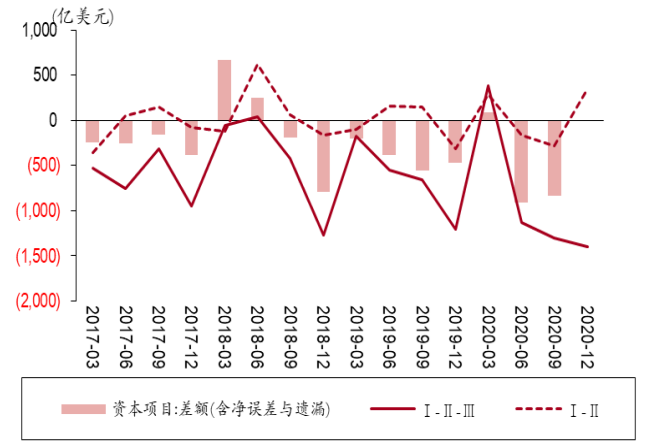
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 15. 货物贸易差额与货物贸易涉外收付款差额



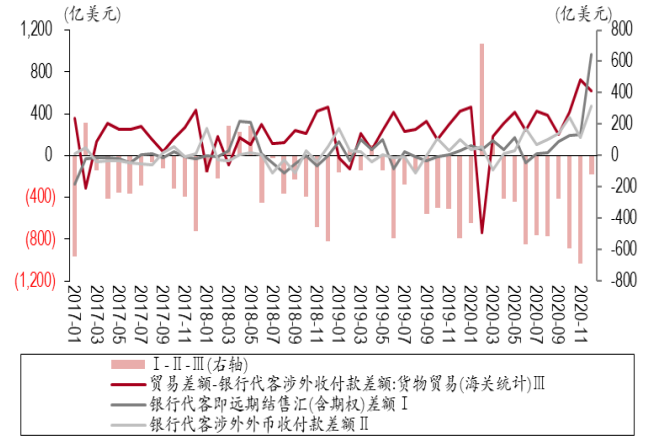
资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

图表 16. 资本项目差额与调整缺口变化吻合度更高



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 17. 结售汇差额与调整后的涉外外币收付差额

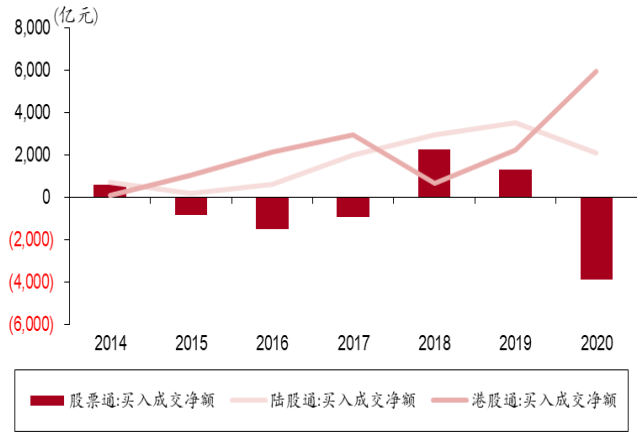


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

从股票通和跨境债券投资数据来看，2020 年股市和债市资金流动方向相反。其中，陆股通项下（北上）累计净流入 2089 亿元，较上年减少 1428 亿元；港股通项下（南下）累计净流出 5967 亿元，较上年增加 3749 亿元；二者轧差后，股票通累计净流出 3877 亿元，上年为净流入 1300 亿元（见图表 18）。2020 年前 11 个月，企业在境外募股筹资金额为 970 亿元。2003 年至 2019 年，12 月份筹资额占全年比重最高为 61.9%。假设 2020 年 12 月份占比等于 61.9%，据此推算得出，2020 年全年境外募股筹资金额为 2544 亿元。即便考虑这部分数据，2020 年股票市场跨境资金仍为净流出。

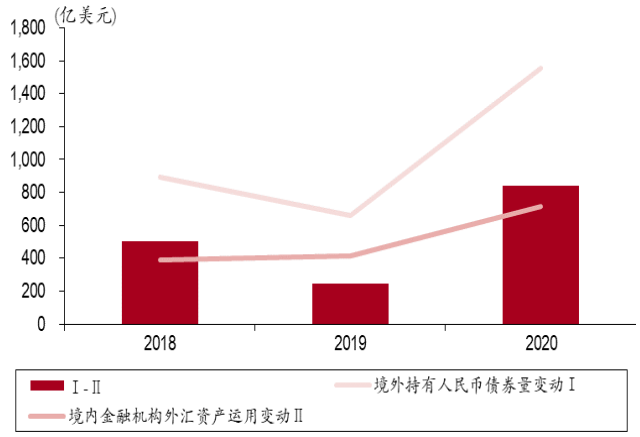
同期，境外净增持人民币债券合计 10670 亿元（约合 1555 亿美元），较上年增长 135%；境内银行境外贷款及有价证券投资余额增加 713 亿美元，增长 71%；二者轧差后为净流入 842 亿美元，增长 244%（见图表 19）。

图表 18. 股票通项下跨境资金流动状况



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 境外持有人民币债券与境内银行外汇资产运用



资料来源：中国人民银行，中债登，上清所，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