

上半年国际收支报告之外的故事

针对日前外汇局发布的《2020 年上半年中国国际收支报告》，本文从以下三个方面做一点拾遗补缺的工作。

- **经常项目顺差扩大不等于人民币汇率必然升值**。今年二季度，国际收支口径经常项目由上季逆差 337 亿转为顺差 1102 亿美元。然而，第二季度，仅 6 月份人民币汇率收盘价出现环比上涨，4、5 月份均为环比下跌。
- **资本外流增多是因经常项目顺差扩大而非汇率贬值**。今年第二季度，资本项目（含净误差与遗漏）由上季顺差 86 亿转为逆差 910 亿美元。在央行退出外汇市场常态干预后，经常项目与资本项目收支是顺逆差相抵的镜像关系。经常项目顺差越大，资本外流就越多，这无关乎人民币升值还是贬值。
- **“净误差与遗漏”差额关系统计质量而无关基本判断**。今年二季度，“净误差与遗漏”为负，要么是高估了经常项目顺差，要么是低估了资本项目逆差。将“净误差与遗漏”差额归到资本账户差额中，不会影响我们关于经常项目顺差、资本项目逆差的基本判断。我国“净误差与遗漏”数值往往较大，不利于分析、监管，提升统计数据质量迫在眉睫。

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：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

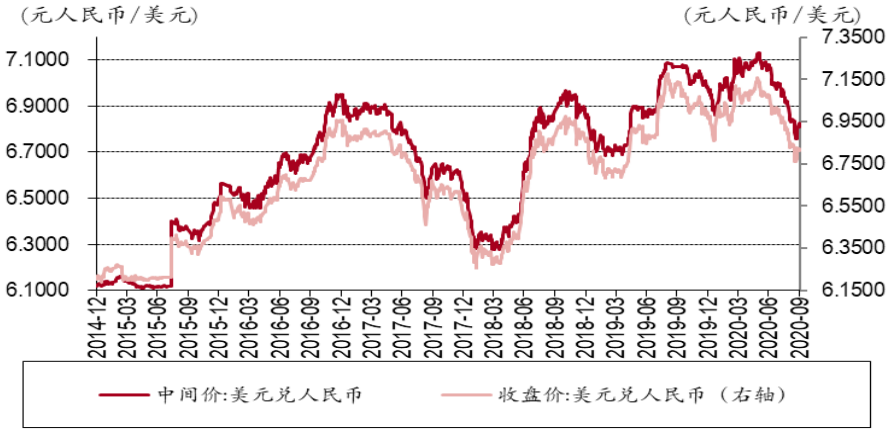
联系人：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

日前，国家外汇管理局发布了今年第二季度及上半年国际收支（包括国际收支平衡表（流量）和国际投资头寸表（存量））正式数据，并配发了《2020 年上半年中国国际收支报告》。《报告》对上半年中国国际收支状况进行了专业、权威的解读，本文不再赘述，仅从以下几个方面做一点拾遗补缺的工作。

经常项目顺差扩大不等于人民币汇率必然升值

今年 6 月初以来，人民币兑美元汇率止跌回稳、震荡升值，进入 9 月份更是连创年内新高（见图表 1）。贸易顺差增加被认为是近期人民币加速升值的重要原因。然而，通过对最新国际收支数据的分析，这一结论并不成立。

图表 1. 境内人民币汇率走势

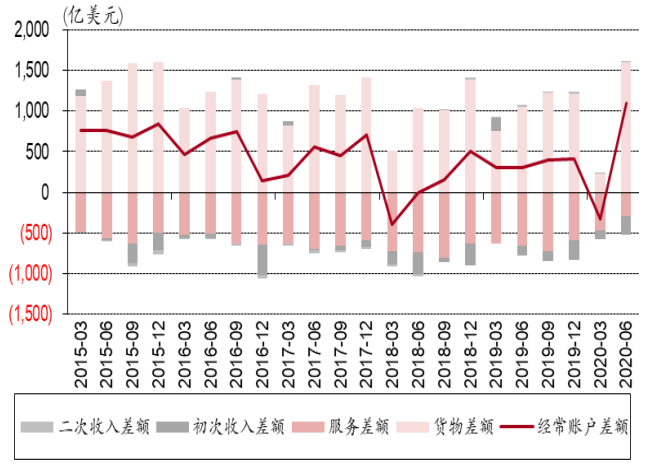


资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

货物贸易是经常项目的重要组成部分。今年第二季度，我国国际收支口径经常项目（包括货物和服务、初次收入和二次收入）由上季逆差 337 亿转为顺差 1102 亿美元，为 2015 年“8.11”汇改以来最高。其中，国际收支口径货物顺差较上季增加 1382 亿美元，贡献了同期经常项目顺差增加额的 96.1%（见图表 2）。然而，第二季度，仅 6 月份人民币汇率收盘价均值环比上涨 0.37%，4、5 月份分别环比下跌 0.75%和 0.56%；5 月底，收盘价还创下 2008 年 2 月底以来的新低（见图表 1）。

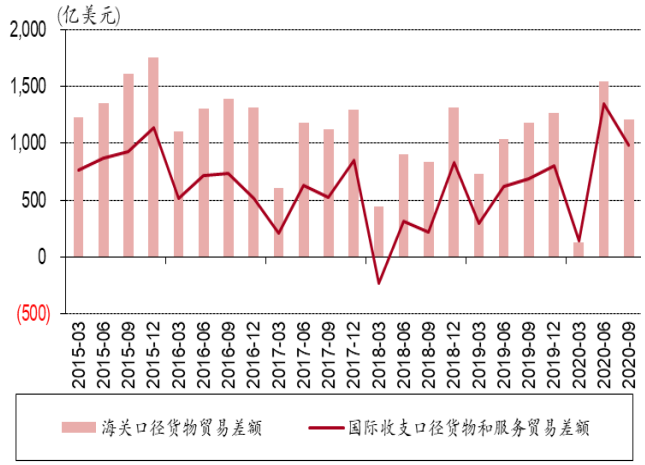
或许有人会质疑，国际收支是滞后较长时间才发布的季度低频数据（国际收支平衡表初步数据季后约两个月发布，国际收支平衡表和国际投资头寸表正式数据季后约三个月发布），可能令经常项目顺差扩大的信息不能及时传导到外汇市场。但外汇市场对于高频数据同样也不敏感。如海关总署的月度数据显示，第二季度各月，美元计价的进出口顺差分别同比增长 245.7%、53.2%和下降 6.5%，当季顺差合计同比增长 48.9%，上季为下降 81.9%。再如，外汇局的月度数据也显示，第二季度，国际收支口径货物和服务贸易顺差合计同比增长 115.5%，上季为下降 53.2%（见图表 3）。

图表 2. 季度经常项目差额及其主要项目构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 3. 季度海关和国际收支口径货物和服务贸易差额



资料来源：海关总署，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：2020 年第三季度为 7、8 月份合计数。

资本外流增多是因经常项目顺差扩大而非汇率贬值

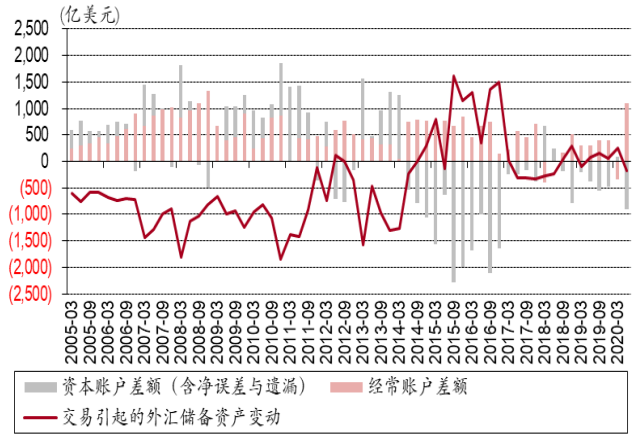
人们通常将人民币汇率升值等同于资本内流、贬值等同于资本外流。而这并不符合事实。

今年第二季度，经常项目顺差飙升的同时，资本项目逆差（含净误差与遗漏）也录得 2017 年初以来的新高，达到 910 亿美元，上季为顺差 86 亿美元，逆差较上季增加了 997 亿美元（见图表 4）。其中，第一季度各月，人民币汇率收盘价均值分别环比上涨 1.44%、下跌 1.18%和 0.31%，也是总体承压（见图表 1）。可见，同样是人民币贬值，但一个季度是资本内流，另一个季度是资本外流，汇率走势与资本方向并非线性相关。

第二季度的经常项目顺差扩大未能形成人民币升值压力，其关键在于央行退出外汇市场常态干预后，经常项目与资本项目收支就是顺逆差相抵的镜像关系。并且，经常项目顺差越大，资本外流就越多，这无关乎人民币升值还是贬值。过去，在外汇干预情况下，才导致国际收支持续“双顺差”，汇率升值与储备增加如影随形（见图表 4）。当时，顺差形式的对外经济失衡矛盾较为突出，2006 年底中央经济工作会议明确提出，要把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务。

今年第二季度出现较大规模资本外流，与外资增加人民币资产配置并不矛盾。从国际收支平衡表的线上项目看，当季非储备性质金融项目（不含净误差与遗漏）逆差 153 亿美元，环比增长 10.5%，其中：对外投资（资产方）净流出 1182 亿美元，增长 55.0%；外来投资（负债方）净流入 1029 亿美元，增长 64.9%（见图表 5）。

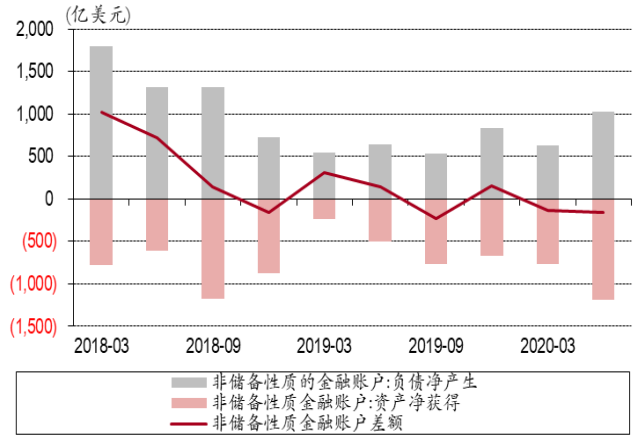
图表 4. 季度国际收支差额构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）资本账户差额=-（经常账户差额+储备资产变动）；（2）交易引起的外汇储备资产变动为正值表示外汇储备资产减少，为负值表示外汇储备资产增加。

图表 5.非储备性质金融账户（不含净误差与遗漏）差额



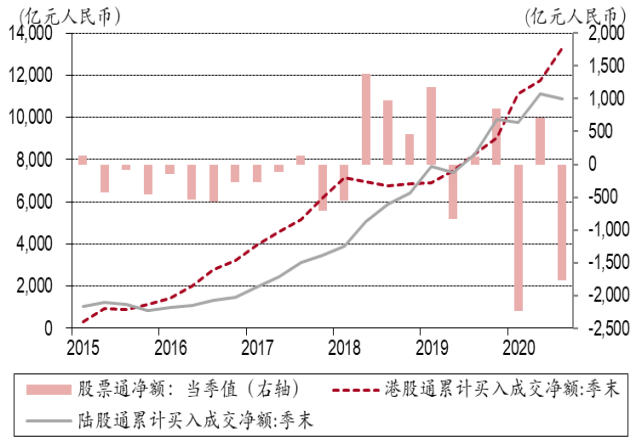
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

然而，市场经常选择性地只关心北上资金（负债方）的净流入，而忽略了南下资金（资产方）的净流出。如今年上半年，陆股通北上资金累计净流入 1182 亿元，同比增长 22.6%；港股通南下资金累计净流出 2714 亿元，增长 3.36 倍；股票通项下累计净流出 1532 亿元，上年同期为净流入 342 亿元人民币（见图表 6）。同期，国际收支口径的跨境股票投资净流出 292 亿美元，上年同期为净流入 20 亿美元，其中，对外股票投资净流出 459 亿美元，外来股票投资净流入 167 亿美元（见图表 7）。

跨境债券投资也是类似的情形。今年上半年，该项目累计净流入 184 亿美元，同比下降 12.4%，其中，对外债券投资净流出 292 亿美元，外来债券投资净流入 476 亿美元。跨境股票和债券投资两项合计，同期，国际收支口径的跨境证券投资由上年同期净流入 230 亿转为净流出 108 亿美元（见图表 7）。

外来债券投资净流入有部分是境外央行增加人民币外汇储备资产持有。据国际货币基金组织统计，今年上半年全球人民币外汇储备增加 160 亿美元，全球占比上升 0.11 个百分点。当大家热议海外增加人民币资产配置，为人民币国际化进展欢欣鼓舞之时，又有多少人关注境内增加海外资产配置的反向流出呢？而这正是市场对于我国资本项目逆差感到意外的关键所在。

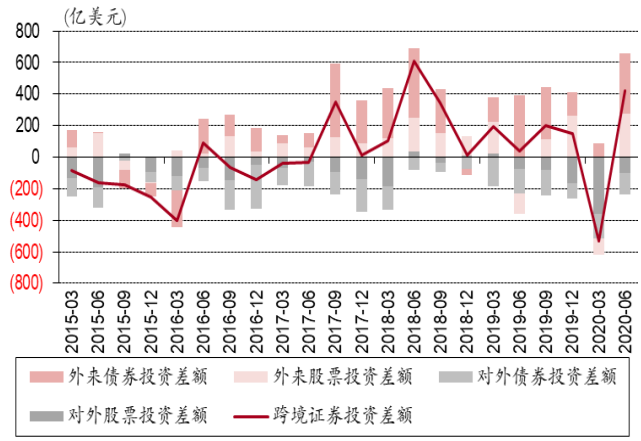
图表 6. 季度股票通项下北上与南下跨境资金流动状况



资料来源：上交所,深交所，万得，中银证券

注：股票通净额=季末陆股通累计买入成交净额变动-季末港股通累计买入成交净额变动。

图表 7. 季度跨境证券投资差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：跨境证券投资差额=（外来股票投资差额-对外股票投资差额）+（外来债券投资差额-对外债券投资差额）。

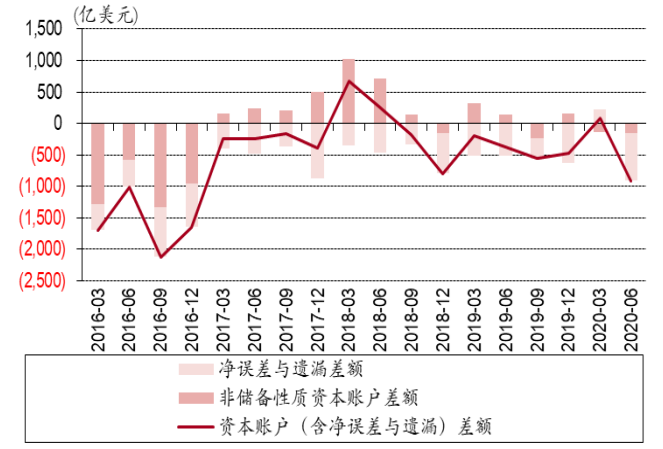
“净误差与遗漏”差额关系统计质量而无关基本判断

美中不足的是，“净误差与遗漏”负值仍是今年第二季度资本项目逆差的主要来源。其中，153 亿美元来自国际收支平衡表的线上项目逆差，较上季增加了 14 亿美元；757 亿美元来自线下项目“净误差与遗漏”负值，较上季增加了 983 亿美元；分别贡献了同期资本项目逆差的 16.9%和 83.1%，贡献了资本项目逆差增加额的 1.4%和 98.6%（见图表 8）。

“净误差与遗漏”负值是国际收支平衡表的轧差项而非统计项。它无论是统计的“误差”还是监管的“遗漏”，归根结底，要么是高估了经常项目顺差，要么是低估了资本项目逆差。理论上，难以区分的情况下，通常将“净误差与遗漏”差额都归到资本账户差额中，因此，这不会影响我们关于经常项目顺差、资本项目逆差的基本判断。

2018 年第二季度起，我国年化“净误差与遗漏”差额与年化货物进出口额之比维持在±5%的合理标准以内，今年第二季度该比例为-3.5%，绝对值同比回落 1.1 个百分点（见图表 9）。这显示我国国际收支统计质量有所改善，但仍有较大的改进空间。

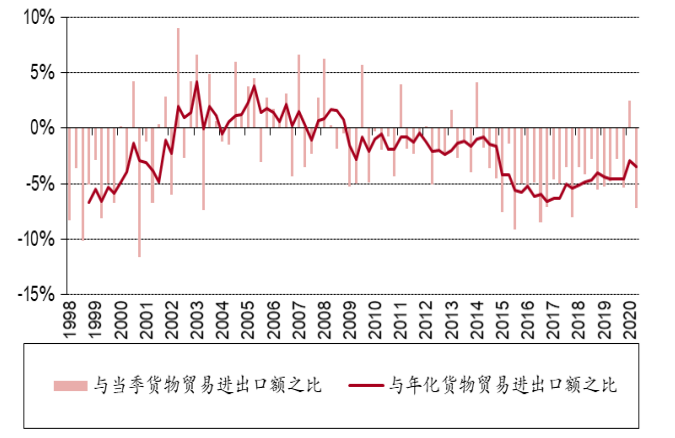
图表 8. 季度资本账户（含净误差与遗漏）差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：资本账户差额=非储备性质资本账户差额（线上项目）+净误差与遗漏差额（线下项目）。

图表 9. 中国“净误差与遗漏”/国际收支口径货物进出口额

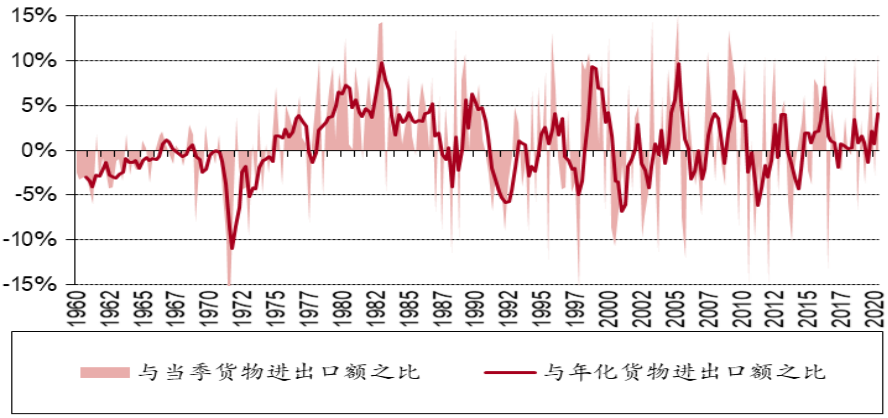


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）与年化货物贸易进出口额之比=年化净误差与遗漏合计/年化货物贸易进出口额合计；（2）年化数据为往前 4 个季度滚动合计。

美国国际收支统计中的季度“净误差与遗漏”差额较大，但时正时负，呈现统计意义上的正态随机分布，故汇总后年度差额数值较小。美国 1960 年第一季度至 2020 年第二季度期间，有 99 个季度的“净误差与遗漏”差额与货物进出口额之比超过了±5%，但年化数据之比超过的仅有 36 次，转化率为 36.4%（见图表 10）。而我国季度“净误差与遗漏”数值经常在一个方向，以致每年累积下来的数值较大。我国 1998 年第一季度至 2020 年第二季度期间，有 31 个季度的“净误差与遗漏”差额与货物进出口额之比超过了±5%，年化数据之比超过的达 16 次，转化率为 51.2%；今年第一季度出现 2012 年第二季度以来的首次正值，可以说是一个积极的信号（见图表 9）。这既可能反映了我国国际收支统计方法存在的系统性误差，也可能反映了不同来源的统计数据之间存在的系统性偏离，还可能反映了规避外汇资本管制所产生的系统性遗漏。

图表 10. 美国“净误差与遗漏”与国际收支口径货物进出口额之比



资料来源：美国经济分析局，万得，中银证券

注：（1）与年化货物贸易进出口额之比=年化净误差与遗漏合计/年化货物贸易进出口额合计；（2）年化数据为往前4个季度滚动合计。

我国每年货物进出口规模达数万亿美元，一个百分点的“净误差与遗漏”就对应着数百亿，几个百分点就对应着上千亿美元，导致用线上项目难以准确把握跨境资本流动和对外金融资产负债状况，引起社会上对于“资本外逃”或“热钱流入”问题的关注甚至炒作。如前述今年第一季度资本项目顺差86亿美元中，线上项目逆差140亿美元，线下项目“净误差与遗漏”正值226亿美元，同样没有走出这个怪圈。这既干扰外汇市场运行，又影响政府和企业决策，既不利于分析，也不利于监管。

国际收支账户是宏观经济的四大账户之一，国际收支统计是公共产品。健全国际收支统计制度、加强跨境资本流动监测，是扩大开放过程中有效防范化解涉外经济金融风险的重要保障。改进国际收支统计方法，提高统计数据质量迫在眉睫。这需要各部门乃至全社会的共同努力。

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