

人民币重回 6.70 时代前夕境 内外汇市场发生了什么？

近期人民币加速升值引发了市场上关于企业大举结汇、外资大量流入等诸多传闻和猜测。但外汇局发布的 8 月份数据却告诉我们一个不一样的事实。

- 8 月份，银行即远期结售汇（含期权）差额结束了前两个月持续少量逆差的局面，转为顺差 16 亿美元，境内外汇重新供略大于求。
- 8 月份，以结售汇率衡量的市场总体结汇动机减弱、购汇意愿增强。从远期结售汇对冲比率来看，企业并未因人民币持续升值，而大幅增加远期结汇而减少远期购汇。
- 8 月份，银行跨境外币收付顺差并未完全转为结售汇顺差，较上月负缺口增加了 52%，显示国际收支口径的跨境资本流动面临净流出的压力。

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

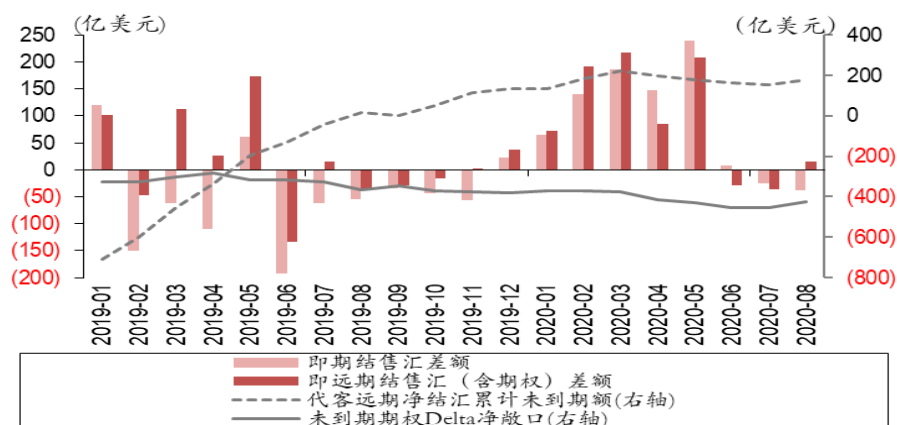
9月以来，人民币汇率（如非特指，以下均指人民币兑美元双边汇率）加速升值，中间价和交易价已先后升破 6.80 比 1，重回 6.70 时代。到 9 月 18 日，境内人民币汇率中间价和银行间市场（中国外汇交易中心系统）下午四点半收盘价（下同）较 8 月底分别上涨了 1.50% 和 1.40%，较年内低点分别上涨了 5.51% 和 5.94%。这引发了市场上关于企业大举结汇、外资大量流入等诸多传闻和猜测。然而，如果不是讲故事而要摆数据，外汇局最新发布的 8 月份外汇收支数据却告诉了我们一个不一样的事实。

1. 境内外汇重新供略大于求

这波人民币加速升值其实早于 9 月份，8 月份中间价和收盘价就分别升值了 1.81% 和 1.84%。而以银行即远期结售汇（含期权）差额衡量的境内主要外汇供求关系显示，8 月份结束了前两个月持续少量逆差的局面，转为顺差 16 亿美元，其中，即期结售汇逆差 38 亿美元，人民币外汇衍生品交易净增加外汇供给 54 亿美元（包括远期净结汇头寸增加 28 亿美元、期权 Delta 净购汇敞口减少 26 亿美元）（见图表 1）。这显示，尽管自 6 月初以来，人民币汇率开始震荡升值，但到 8 月份为止，尚未形成较大的外汇供求失衡。

实际上，今年前 5 个月，人民币汇率遭遇多轮内外部冲击，总体承压，但各月外汇持续供大于求。5 月份，人民币汇率创下年内甚至过去 12 年来的低点时，当月外汇供大于求缺口为 208 亿美元。这再次说明，在汇率市场化情况下，汇率由市场决定，不必然由供求决定，人民币升值不代表结售汇顺差，贬值不代表结售汇逆差。

图表 1. 境内外汇市场供求情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：即远期结售汇（含期权）差额=即期结售汇差额+远期净结汇累计未到期头寸变动+未到期期权 Delta 净敞口变动。

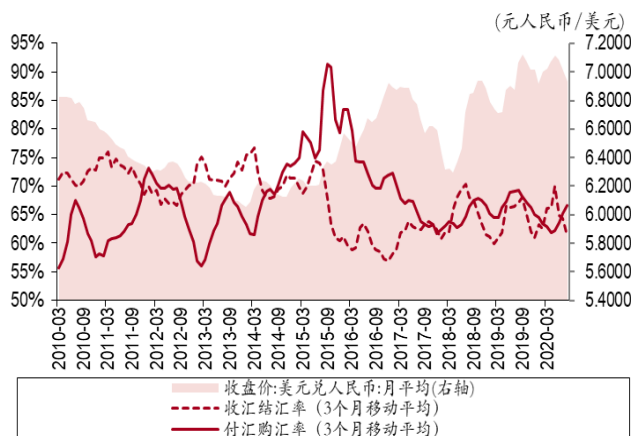
2. 汇率杠杆调节作用继续正常发挥

8 月份是人民币汇率连续第三个月升值，当月平均收盘价较上月升值 1.2%。在此背景下，以结售汇率衡量的市场总体结汇动机减弱、购汇意愿增强。同期，银行代客收汇结汇率为 61.3%，环比回落 3.0 个百分点；付汇购汇率为 66.6%，环比回升 1.3 个百分点（见图表 2）。

远期结售汇市场也发生了类似情形。8 月份，以 3 个月移动平均的远期结售汇签约额与进出口额之比衡量的企业远期结售汇对冲比率显示：远期结汇对冲比率为 8.2%，环比上升了 0.2 个百分点，但远低于 2 至 5 月份人民币汇率承压时 10% 以上的水平；远期购汇对冲比率为 6.0%，环比回落了 0.4 个百分点，但高于 2019 年对冲比率 5% 以下的水平。这表明企业并未因人民币持续升值，而大幅增加远期结汇、减少远期购汇。8 月底，银行未到期远期净结汇头寸 180 亿美元，仅较 7 月底小幅增加了 28 亿美元（见图表 3）。

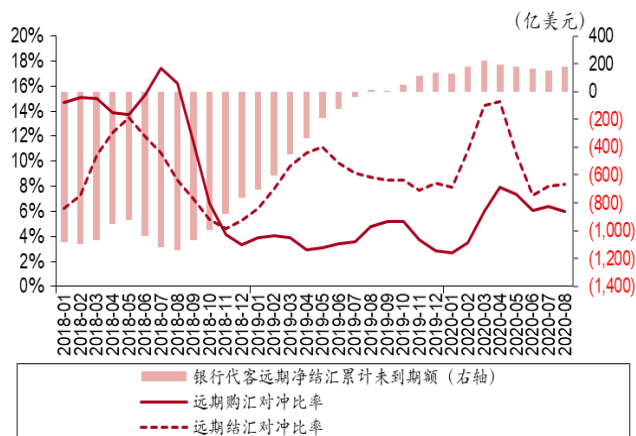
经历了人民币汇率由单边走势转向双向波动，市场主体已经变得更加成熟和理性。如果继续以汇率单边涨跌、单向预期，市场失灵时期的思路观察分析今天的市场，很可能失之毫厘谬以千里。甚至由于过分渲染，还可能产生刺激追涨杀跌的误导，干扰市场正常运行。

图表 2. 市场结售汇意愿变动及人民币汇率走势



资料来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，万得，中银证券
注：（1）收结汇率=银行代客结汇/银行代客涉外外汇收入；（2）付结汇率=银行代客售汇/银行代客涉外外汇支付；（3）以上数据均做了3个月移动平均处理，以平滑季节性波动。

图表 3. 企业远期结售汇对冲比率及未到期远期净结汇头寸

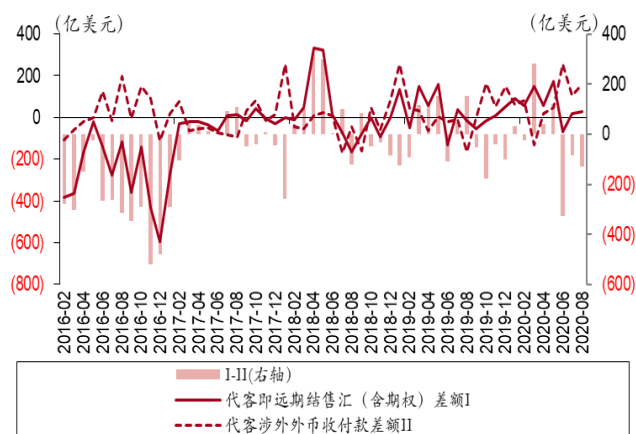


资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券
注：（1）远期结汇对冲比率=远期结汇签约额/出口额；（2）远期结汇对冲比率=远期售汇签约额/进口额；（3）以上数据均做了3个月移动平均处理，以平滑季节性波动；（4）鉴于1、2月份海关数据合计发布，为3个月移动平均处理，将该数值按3:1分配到了1、2月份。

3. 跨境外汇资金流出缺口扩大

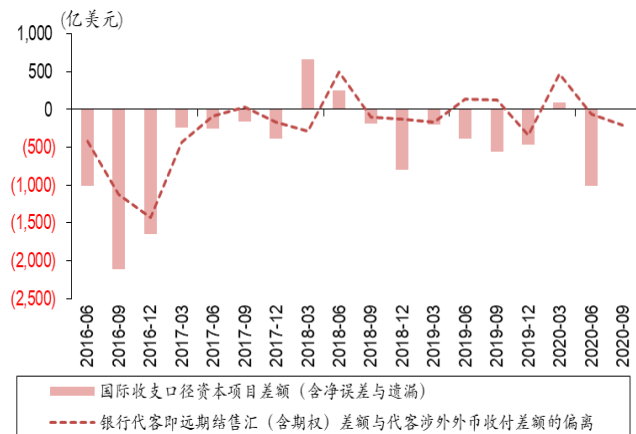
8月份，银行代客涉外外币收付顺差157亿美元，银行代客即远期结售汇（含期权）顺差30亿美元，后者小于前者127亿美元，较上月负缺口增加了52%（见图4）。在2016年二季度至2020年二季度17个观察期中，前述偏离方向对国际收支口径的跨境资本流动方向给出了13次正确的信号（见图5）。这意味着，当期银行跨境外币收付顺差并未完全转为结售汇顺差，显示跨境资本流动面临净流出压力。

图表 4. 代客即远期结售汇（含期权）与涉外外币收付差额的偏离



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券
注：代客即远期结售汇（含期权）差额=代客即期结售汇差额+远期净结汇累计未到期头寸变动+未到期期权Delta敞口变动。

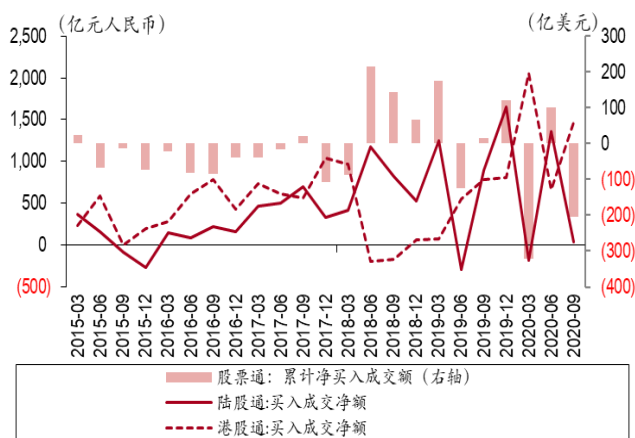
图表 5. 国际收支口径资本项目差额与代客结售汇相对涉外外币收付的偏离



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券
注：图中2020年三季度数据为2020年7至8月数据加总。

其实，我们稍加留意就可以找到资本外流的佐证。随着中国金融市场开放稳步扩大，跨境资本双向有序流动的格局正在逐步形成。例如，市场通常只关注陆股通北上资金的进出，而忽视了港股通南下资金也在同时发生。今年前三季度（截至9月18日），陆股通项下净流入资金1225亿元人民币，同比减少34%；港股通项下净流出资金4180亿元人民币，增长197%；股票通项下净流出资金约合426亿美元，去年同期为净流入68亿美元（见图表6）。再如，根据中债登和上清所统计数据，今年前8个月，境外机构净增持境内人民币债券5503亿元人民币，同比增长58%，约合784亿美元，同比增长54%。殊不知，根据央行统计数据，今年前7个月，境内金融机构外汇资金运用中，净增加境外贷款和有权证券及投资合计626亿美元，同比增长101%（见图表7）。

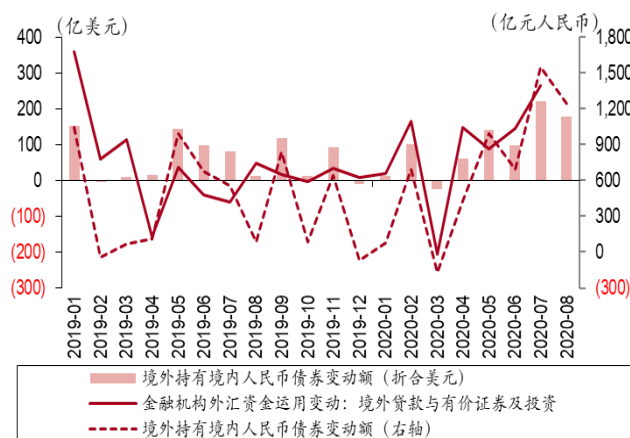
图表 6. 股票通项下跨境资金流动情况



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：股票通累计净买入成交额=陆股通净买入成交额-港股通净买入成交额（除以期间人民币汇率平均中间价折合成美元）。

图表 7. 境外持有境内债券及境内金融机构外汇资金运用

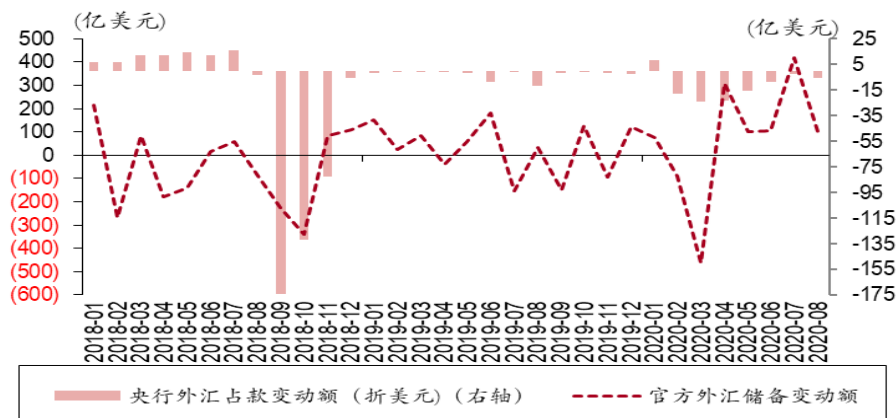


资料来源：中国人民银行，中债登，上清所，万得，中银证券

注：因为除个别例外，境内禁止外币计价结算和流通，故金融机构外汇有权证券投资应绝大部分属于海外投资。

说到资本外流，可能在感情或感觉上让习惯了国际收支“双顺差”的国人难以接受，但这就是合乎情理的客观现实。央行基本退出外汇常态干预后（2020年2月至8月，央行外汇占款已连续7个月环比下降，见图表8），经常项目顺差就必然对应着资本项目逆差，经常项目顺差越大，资本净流出就越多。资本流出无所谓好坏，也无论是反映在国际收支平衡表的线上“资本与金融项目”中，还是反映在国际收支平衡表的线下“净误差与遗漏项目”下，都不应影响我们的基本判断。当然，如果能够更多反映在国际收支线上科目，这会让我们对于国际收支数据更加有信心，少一些对资本外逃的担忧。同时，国际收支统计也能够为宏观决策提供更加准确、可信的依据。

图表 8. 央行外汇储备余额及外汇占款余额变动



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

9月18日，央行宣布9月24日将通过香港金融管理局债务工具中央结算系统债券投标平台，招标发行2020年第九期中央银行票据，期限6个月(182天)，发行量为人民币100亿元。市场不必过度解读，因为这只是常态化发行机制下的日常安排，无关离岸汇率调控。况且，当前境内外人民币汇率升值，也无此必要。预计下次央票发行将是11月中旬，3个月期限、200亿元，因为今年8月13日发行的同期限央票届时要到期了（见图表9）。

图表9. 2018年10月底以来央行在香港发行央票一览

总次数	公告日	发行日	期限	金额 (亿元人民币)	利率 (%)
1	2018/10/31	2018/11/7	3个月	100	3.79
	2018/10/31	2018/11/7	1年	100	4.20
2	2019/1/30	2019/2/13	3个月	100	2.45
	2019/1/30	2019/2/13	1年	100	2.80
3	2019/5/7	2019/5/15	3个月	100	3.00
	2019/5/7	2019/5/15	1年	100	3.10
4	2019/6/19	2019/6/26	1个月	200	2.80
	2019/6/19	2019/6/26	6个月	100	2.82
5	2019/8/6	2019/8/14	3个月	200	2.90
	2019/8/6	2019/8/14	1年	100	2.95
6	2019/9/20	2019/9/26	6个月	100	2.89
7	2019/11/1	2019/11/7	3个月	200	2.90
	2019/11/1	2019/11/7*	1年	100	2.90
8	2019/12/16	2019/12/20	6个月	100	2.90
9	2020/2/7	2020/2/13	3个月	200	2.60
	2020/2/7	2020/2/13*	1年	100	2.55
10	2020/3/20	2020/3/26*	6个月	100	2.19
11	2020/5/8	2020/5/14	3个月	200	1.77
	2020/5/8	2020/5/14*	1年	100	1.78
12	2020/6/17	2020/6/23*	6个月	100	2.21
13	2020/8/7	2020/8/13*	3个月	200	2.70
	2020/8/7	2020/8/13*	1年	100	2.70
14	2020/9/18	2020/9/24*	6个月	100	

资料来源：中国人民银行，中银证券

注：表中描红加“*”的，为尚未到期的央票。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2426

