

## 2月外汇市场分析报告

### 人民币汇率回调，“结汇潮”姗姗来迟

2月份，人民币汇率出现回调，触发市场结汇需求，证券投资跨境资金流动指标经历了上月大幅净流入之后均有所修复。

- 2月份，人民币汇率跟随美元回调，中间价累计贬值2.8%，显示2022年11月初以来“强预期、弱现实”下的人民币汇率反弹暂告一段落。受前期升值影响，汇率对出口企业财务状况影响持续。当月，CFETS人民币汇率指数与上月持平，参考BIS和SDR货币篮子的汇率指数转跌。
- 2月份，远期结汇需求大幅增加，带动银行结售汇总顺差从上月80亿美元增至214亿美元。境内外汇市场价跌量升，或反映人民币贬值触发市场结汇需求。当月，收汇结汇率环比升幅明显，显示春节过后“结汇潮”不期而至，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。
- 2月份，证券投资涉外收付款和结售汇差额双双逆转，资本外流情况较上年同期有所加剧，货物贸易继续发挥稳定跨境资金流动的基本盘作用。当月，股票通项下资金延续上年11月份以来的净流入态势，但净流入规模降至19亿元。
- 2月份，境内本外币利差倒挂程度基本与上月持平，银行代客远期购汇签约仅小幅增加，而远期结汇签约增幅较大，或反映了相关市场主体倾向于看多人民币汇率，增加远期结汇签约以防范人民币升值风险。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，主要央行货币紧缩超预期，国内经济复苏不如预期。

#### 相关研究报告

《2022年外汇市场分析报告：人民币汇率大起大落，彰显外汇市场韧性》20230201

《1月外汇市场分析报告：在岸市场驱动汇市开门红，外资回流势头强劲》20230216

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

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

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

3月15日，国家外汇管理局发布了2023年2月份外汇收支数据。现结合最新数据对2月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

## 人民币兑美元回调，但对出口企业财务影响持续，汇率指数表现不一

**离岸市场驱动人民币汇率回调。**2月份，由于美国非农数据、通胀数据接连超出市场预期，美元指数出现明显反弹，从1月末的102.1最高升至105上方，全月累计上涨2.8%。当月，人民币汇率中间价最低跌至6.9572，盘中即期汇率最低跌至6.9739，最后一个交易中间价和收盘价（境内银行间市场下午四点半收盘价，下同）均出现小幅回升，较上月末累计分别贬值了2.8%、2.6%，显示2022年11月初以来“强预期、弱现实”下的人民币汇率反弹暂告一段落（见图表1）。当月，离岸人民币汇率（CNH）继续弱于在岸人民币（CNY），CNH盘中最低跌至6.9896，境内外汇差月度均值由上月+13个基点扩大至+123个基点（见图表2）。

**汇率对出口企业财务影响持续。**受前期人民币大幅升值影响，2月份，滞后3个月和滞后5个月收盘价均值继续上涨，前者涨幅仅由上月6.3%收窄至5.0%，不过仍处于历史高位，后者涨幅由0.2%扩大至2.8%，为2021年4月以来新高，显示人民币汇率对出口企业，尤其是出口收款账期较短企业的财务状况影响仍然较大（见图表3）。

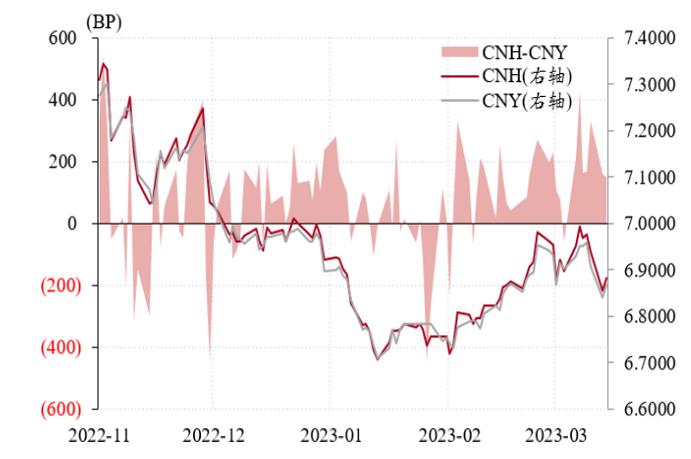
**三大人民币汇率指数表现不一。**2月份，在银行间外汇市场（CFETS）交易的24种货币中，人民币兑9种货币升值（兑日元升值1.6%），兑其他15种货币贬值（兑英镑、欧元和美元分别贬值0.5%、0.5%和2.8%）。当月，CFETS人民币汇率指数与上月持平，而参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数结束此前两个月持续上涨，累计分别下跌0.3%、1.5%（见图表4）。

图表 1. 境内人民币汇率与美元走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 境内外人民币汇率差价



资料来源: ICAP, Wind, 中银证券

注: CNH 相对 CNY 偏离为正代表 CNH 偏弱, 为负代表 CNH 偏强。

图表 3. 人民币汇率收盘价均值变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 人民币汇率指数表现



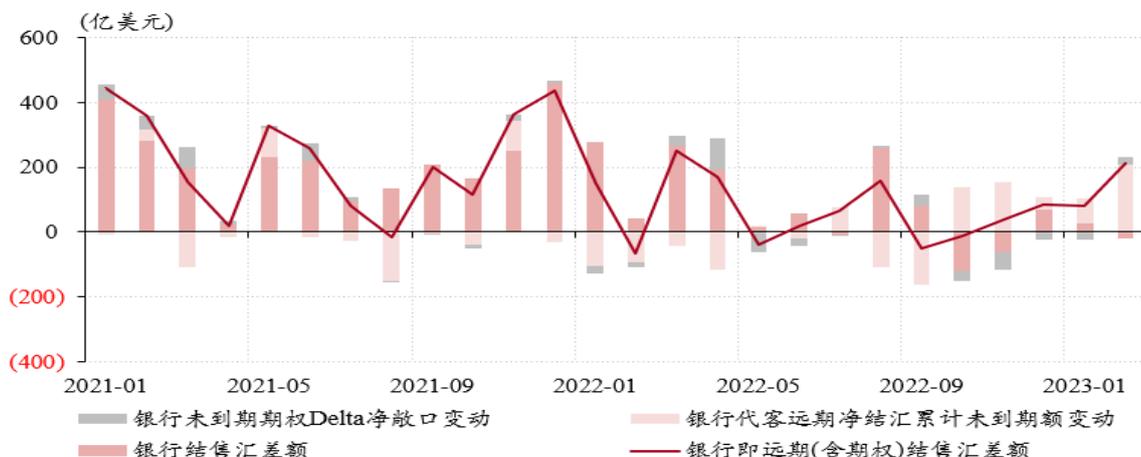
资料来源: Wind, 中银证券

## 境内外汇供求盈余明显增加，汇率杠杆调节作用正常发挥

**银行结售汇总顺差额大幅增加。**2月份，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）顺差规模明显增加，由上月80亿美元增至214亿美元，为2022年4月以来新高。其中，银行即期结售汇由上月顺差25亿美元转为逆差19亿美元（银行自身结售汇由上月顺差19亿美元转为逆差35亿美元；代客结售汇顺差小幅扩大，由上月6亿美元升至17亿美元）；未到期期权Delta敞口净结汇余额结束了此前四个月持续减少态势，环比增加25亿美元；远期净结汇累计未到期额继续增加，环比增幅由上月77亿美元大幅升至207亿美元，是银行结售汇总顺差扩大的主要贡献项（见图表5）。

**人民币贬值触发市场结汇需求。**2月份，境内银行间市场即期询价成交量继续上升，日均交易量从上月319亿美元升至370亿美元，当月20个交易日中有9个交易日成交量超400亿美元。尤其是，2月27日，即期询价成交量飙升至574亿美元，为2021年以来新高。当天，人民币汇率盘中最低跌至6.9739，为年初以来新低，下午四点半收盘价升至6.9645（见图表6）。不同于1月份的外汇交易放量，2月份境内外汇市场价跌量升，或反映市场主体结汇需求增加，与最新的结汇意愿数据表现一致。当月，剔除远期履约额之后的银行代客结汇占涉外外币收入比重（收汇结汇率）环比上升6.4个百分点至58.1%，而银行代客售汇占涉外外币支出比重（付汇购汇率）环比仅上升0.5个百分点，二者差额由7.3个百分点收窄至1.4个百分点（见图表7）。这表明春节过后“结汇潮”不期而至，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。

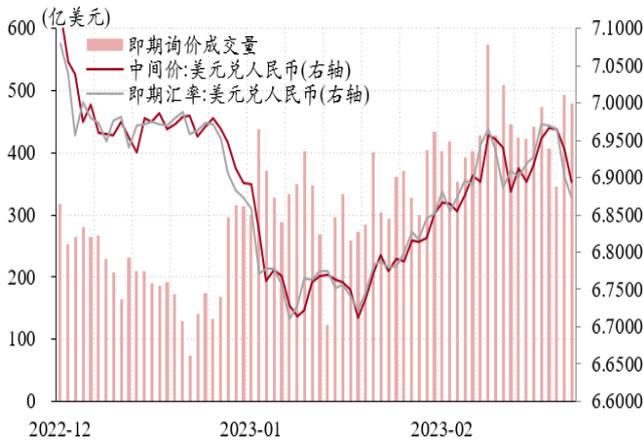
图表 5. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

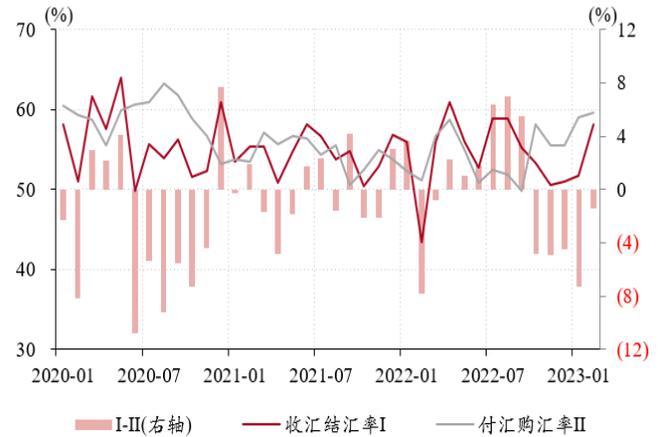
注: 银行即远期(含期权)结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 6. 境内人民币汇率与即期询价成交量



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 市场整体结售汇意愿变化



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

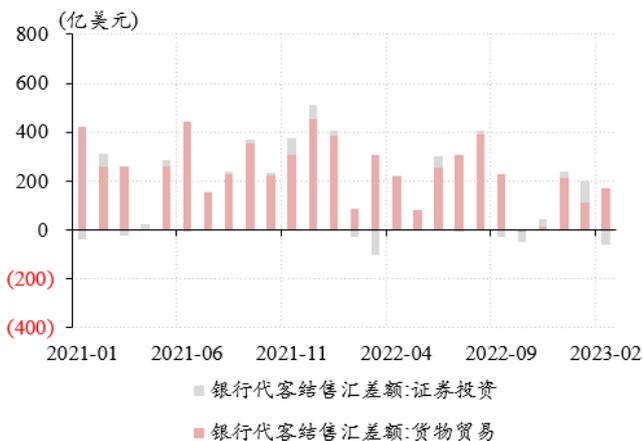
注: (1) 收汇报率= (银行代客结汇-远期结汇履约) / 银行代客涉外外币收入, 付汇报率= (银行代客购汇-远期购汇履约) / 银行代客涉外外币支出; (2) 远期结(购) 汇履约=上月远期结(购) 汇累计未到期额+当月远期结(购) 汇签约-当月远期结(购) 汇累计未到期额。

## 证券投资涉外收付款和结售汇差额双双逆转, 股票通项下资金净流入明显放缓

各项证券投资跨境资金流动指标在经历了 1 月份的大幅净流入之后, 2 月份均有反复。当月, 证券投资项下涉外收付款由此前两个月顺差转为逆差 104 亿美元, 是银行代客涉外收付款由顺差转为逆差的主要原因, 贡献率高达 72%; 证券投资项下结售汇由此前三个月顺差转为逆差 61 亿美元。不过, 同期货物贸易项下涉外收付款和结售汇顺差分别为 246 亿、172 亿美元, 明显大于证券投资同类项目逆差, 显示货物贸易继续发挥了稳定跨境资金流动的基本盘作用(见图表 8、9)。前 2 个月, 可比口径的货物贸易顺收与顺差的背离为 523 亿美元, 同比增加 67%; 与海关进出口总额之比为 5.8%, 同比上升 2.6 个百分点, 表明资本外流压力较上年同期有所上升(见图表 10)。

2 月份, 陆股通项下(北上) 累计成交额在 1 月份创历史新高的净流入之后转向均值回归, 虽然继续保持净流入, 但规模大幅收窄, 由上月 1413 亿元降至 93 亿元, 为近四个月以来最低。全月, 20 个交易日中有 9 个交易日为净流入, 单日净流入规模超 100 亿元的只有 1 个交易日。受美联储紧缩预期影响, 2 月份恒生指数大幅回落, 港股通项下(南下) 资金净流入规模有所增加, 由上月 5 亿元增至 74 亿元, 全月 20 个交易日中净流入和净流出交易日数量各占一半。陆股通与港股通累计净买入成交额轧差后, 股票通项下资金延续上年 11 月份以来的净流入态势, 不过净流入规模由上月 1408 亿元降至 19 亿元(见图表 11)。

图表 8. 货物贸易与证券投资银行代客涉外收付款差额



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 9. 货物贸易与证券投资项下银行代客结售汇差额



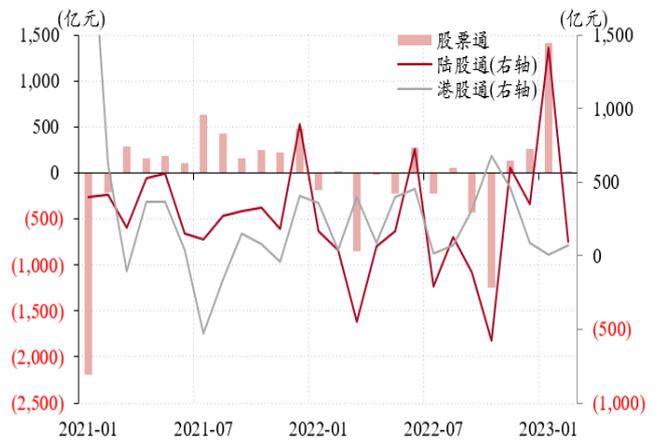
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 10. 货物贸易顺差顺收缺口及占比情况



资料来源: 海关总署, 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 11. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

## 市场主体仍以防范人民币升值风险为主, 远期结汇需求大增

2 月份, 远期结汇履约占比环比上升 1.5 个百分点至 17.3%, 而由于外汇风险准备金率政策影响, 前期市场远期购汇需求骤减, 因此 2 月份远期购汇履约占比继续维持低位, 环比回落 0.2 个百分点至 13.2%, 已经连续三个月低于远期结汇履约占比, 显示此前市场主体以防范人民币升值风险为主, 有助于减轻人民币升值对外贸企业的财务冲击 (见图表 12)。

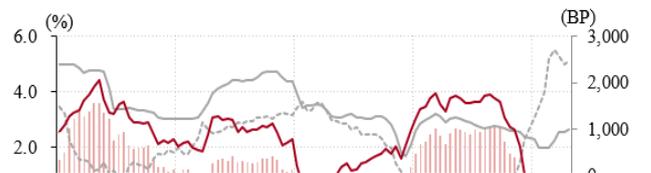
2 月份, 境内本外币利差倒挂程度与上月基本持平, 境内美元/人民币掉期负值较为稳定, 银行代客远期购汇签约额环比仅增加 18 亿美元至 132 亿美元, 仍处于 2020 年 9 月以来低位, 不过远期结汇签约额明显增加, 由上月 232 亿美元增至 415 亿美元, 带动远期净结汇由 118 亿美元升至 283 亿美元 (见图表 13、14)。在剔除远期净结汇履约额 76 亿美元之后, 远期净结汇累计未到期额增加 207 亿美元, 是境内外汇供求盈余的主要贡献项 (见图表 5)。

2 月份, 远期购汇对冲比率环比微升 0.4 个百分点至 5.1%, 与远期结汇对冲比率差距进一步拉大, 后者环比上升 7.8 个百分点至 16.4%, 为 2022 年 5 月以来新高, 或反映了相关市场主体倾向于看多人民币汇率, 增加远期结汇签约以防范人民币升值风险 (见图表 15)。

图表 12. 银行代客结售汇中的远期履约占比变动情况



图表 13. 境内本外币利差与美元/人民币掉期



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\\_53350](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53350)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn