



管涛：人民币升值逻辑出现新变化



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

要点

贸易顺差能否支持人民币继续升值取决于三点：一是贸易顺差本身的规模。二是贸易顺差转化为结售汇顺差的能力。三是贸易结售汇顺差被其他渠道的结售汇顺差对冲的程度。现在看来，这三个方面的情况均有了新变化。

这波人民币汇率双向波动的行情提醒我们，在当前疫情出现反复、经济复苏面临爬坡过坎，以及地缘政治冲突加剧的情势下，资本跨境流动和人民币汇率走势波动的概率将较以往明显加大。所以，要力戒线性单边思维。



2 月份境内外汇供求关系出现新变化

2月24日，俄乌局势全面紧张后，全球避险情绪上升，美元指数、美国国债和黄金价格全部上涨。同期，人民币汇率走出了一波美元强、人民币更强的独立行情。

到2月28日，洲际交易所（ICE）美元指数较2月23日（俄乌局势紧张前夕）上涨0.52%，境内人民币兑美元汇率中间价和下午4点半收盘价分别上涨0.14%和0.11%。其间，人民币汇率还刷新了2018年4月底以来的新高。全月，人民币汇率中间价和收盘价均值环比各上涨0.2%。由此，人民币被市场贴上了避险货币的标签。

贸易盈余、结售汇顺差，驱动人民币升值，这是理解当前人民币强势的一般市场逻辑。然而，最新公布的2月份外汇收支数据却改变了这种认知。

2月份，海关统计的进出口顺差306亿美元，已连续24个月顺差。当月，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）却合计逆差65亿美元，环比减少214亿美元。其中，银行即期结售汇顺差42亿美元，环比下降236亿美元；银行代客外汇衍生品交易在即期市场平盘净买入外汇107亿美元。前次银行结售汇逆差为去年8月份的16亿美元。

年初，笔者在《2022贸易顺差能支撑人民币汇率“三连涨”吗？》一文中表示，贸易顺差能否支持人民币继续升值取决于三点：一是贸易顺差本身的规模；二是贸易顺差转化为结售汇顺差的能力；三是贸易结售汇顺差被其他渠道的结售汇顺差对冲的程度。现在看来，这三个方面的情况均

有了新变化。

2 月海关贸易顺差和银行贸易结售汇顺差均大幅收窄

首先，由于出口降速快于进口，海关贸易顺差环比大幅收窄。2 月份，以美元计值的出口环比下降 34%，进口下降 23%，进出口顺差减少 64%，较去年月均顺差规模也少了 46%。

同期，海关可比口径的银行代客货物贸易涉外收入环比下降 25%，涉外支出下降 21%；银行代客货物贸易涉外收付顺差 276 亿美元，下降 45%，与海关贸易顺差的背离仅为负缺口 30 亿美元，环比下降 91%。

但是，贸易顺差规模本身决定了货物贸易结售汇顺差的格局，因为后者不可能背离实体经济太远。当月，银行代客货物贸易结汇环比下降 35%，售汇下降 23%，结售汇顺差下降 78%。

其次，银行代客货物贸易结售汇顺差大幅减少，驱动银行结售汇顺差下降。2 月份，银行代客结售汇顺差 26 亿美元，环比下降 327 亿美元，贡献了银行结售汇顺差总降幅的 153%。其中，银行代客货物贸易结售汇顺差 85 亿美元，环比下降 299 亿美元，贡献了银行结售汇顺差总降幅的 140%；银行代客证券投资结售汇由顺差转为逆差 27 亿美元，环比下降 47 亿美元，贡献了银行结售汇顺差总降幅的 22%。

2 月份，银行代客货物贸易结售汇顺差仅相当于海关贸易顺差的 28%，远低于去年平均 50%的水平。这主要是因为企业贸易结汇率下降、购汇率

上升。当月，银行代客货物贸易出口结汇率（货物贸易结汇额/海关出口额）为 53.2%，较上年均值回落 1.5 个百分点；进口购汇率（货物贸易售汇额/海关进口额）57.3%，较上年均值上升 1.4 个百分点。同期，金融机构境内外汇存款新增 231 亿美元，其中境内非金融企业新增境内外汇存款 219 亿美元。

银行代客证券投资结售汇由顺差转为逆差，主要反映了债券通项下境外净减持人民币债券的影响。2 月份，境外净减持人民币债券合计 803 亿元（其中净减持人民币国债 354 亿元），为债券通业务启动以来最大单月净减持规模。这既反映了当月 10 年期中美国债收益率差进一步收窄的影响，也反映了地缘政治风险外溢的冲击。

俄乌局势对沪深港通项下外资流动也有负面影响，但尚未逆转净买入的发展态势。2 月份，沪深港通项下累计净买入 40 亿元。其中，2 月 24 至 28 日的三个交易日内，仅有一天为净卖出，合计净买入 51 亿元。外资减持人民币股票主要发生在 3 月份，至 3 月 15 日沪深港通项下累计净卖出 645 亿元。3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议后，股市信心回暖，外资重新回流，截至 3 月 18 日，沪深港通项下累计净买入 137 亿元。

2 月份，银行代客证券投资结售汇逆差，主要是因为结汇环比下降 55 亿美元，购汇不升反降 9 亿美元。但是，同期银行代客人民币涉外收付逆差 252 亿美元，反映债券通、沪深港通项下流出的外资有可能在离岸市场

购汇。这导致银行代客外币涉外收付顺差环比下降 37%，也间接减少了境内外汇供给。当月，银行代客即远期（含期权）结售汇逆差 81 亿美元，与银行代客涉外收付顺差的背离为负缺口 269 亿美元，较上月扩大了 2.71 倍。

其他渠道的结售汇逆差对冲了贸易结售汇顺差

2 月份银行结售汇逆差的主要原因是，未到期远期净结汇和外汇期权德尔塔净敞口分别下降了 93 亿和 14 亿美元。这导致银行为对冲代客外汇衍生品交易的风险敞口，提前在即期外汇市场净买入了 107 亿美元外汇，超过了当期银行代客货物贸易结售汇顺差 85 亿美元的规模。

虽然外汇衍生品交易对即期结售汇顺差仍为负贡献，但未出现市场恐慌。当月，银行代客远期结汇和售汇签约额分别环比下降 7%和 26%，远期签约由上月净购汇 31 亿转为净结汇 45 亿美元。剔除远期履约因素后，当期远期结汇签约额相当于银行代客结汇的 29.3%，远期售汇签约额相当于银行代客售汇的 23.1%，环比分别上升 10.5 和下降 0.7 个百分点。受此影响，当期银行代客外汇衍生品交易提前净买入外汇较上月减少 22 亿美元。

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_39696

