

6 月外汇市场分析报告

人民币汇率升值行情延续，银行结售汇顺差继续扩大

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

《2023 年外汇市场分析报告：人民币汇率延续调整，境内外汇供求和跨境资金流动生变》20240123

《2024 年外汇市场分析报告：汇率维稳目标顺利完成，境内外汇供求缺口扩大》20250123

《1 月外汇市场分析报告：人民币汇率双向波动，外汇供求缺口继续扩大》20250221

《2 月外汇市场分析报告：人民币汇率延续双向波动，外汇供求缺口收窄》20250321

《3 月外汇市场分析报告：特朗普关税政策加码，银行结售汇差额转正》20250424

《4 月外汇市场分析报告：极限关税施压无碍银行结售汇顺差扩大》20250521

《5 月外汇市场分析报告：中美贸易冲突缓和，人民币汇率压力明显缓解，银行结售汇顺差继续扩大》20250622

- 6 月份，美国贸易政策不确定性继续缓和，中美经贸磋商取得新进展。伴随着美联储降息预期升温，美元指数继续下跌且跌幅有所扩大，人民币双边汇率保持渐进升值，多边汇率继续走弱。这虽然有助于增强我国出口产品竞争力，但同时也要警惕国际社会对我国货币问题的关注甚至炒作。
- 6 月份，中美经贸冲突缓和背景下，跨境资金净流入有所放缓，主要是因为证券投资转为小幅净流出，收益和经常转移净流出规模扩大。不过，得益于我国外贸出口韧性较强，货物贸易收付款顺差环比扩大，并且创历史同期新高，继续发挥跨境资金流动的稳定器作用。
- 6 月份，银行结售汇连续第四个月出现顺差，且顺差规模逐月扩大。5、6 月份，市场即期结汇意愿和购汇动机齐降，且购汇动机相对稳定，反映出市场对人民币汇率预期继续分化，逢低购汇需求相对旺盛。
- **风险提示：**地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

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

7月22日，国家外汇管理局发布了2025年6月外汇收支数据。现结合最新数据对6月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

美元指数跌幅扩大，人民币双边汇率渐进升值，多边汇率继续走弱

6月份，美国贸易政策不确定性继续缓和（见图表1），中美经贸磋商取得新进展。继6月5日中美两国元首通话后，中美双方于6月9日至10日在伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议，就落实元首通话和日内瓦会谈共识达成原则性框架¹，6月27日商务部表示双方进一步确认了框架细节：中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请，美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施²。

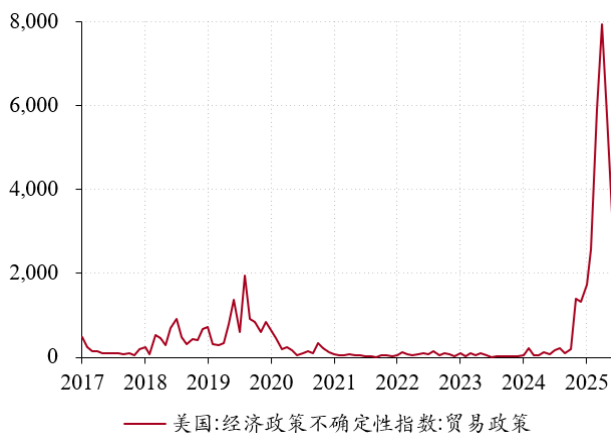
在特朗普关税冲击继续缓和背景下，6月份，美元指数延续2月以来的回落态势，月末降至96.8，刷新2022年3月以来新低，全月跌幅由上月0.2%扩大至2.7%，其中6月下旬累计下跌2.0%。其间，伴随美联储官员发言转向鸽派，美联储降息预期升温。6月24日，鲍威尔出席众议院听证会时表示，通胀下行和劳动力市场疲软可能意味着提前降息³。次日，鲍威尔出席参议院听证会时表示，未来的贸易协议可能会允许美联储考虑降息，并表示关税可能不会大幅推升通胀⁴。截至6月末，市场预期年内美联储三次降息概率超50%（见图表2）。

在美元指数跌幅扩大背景下，6月份，人民币汇率延续缓慢升值态势，中间价升值幅度由上月0.2%扩大至0.4%，但在岸和离岸即期汇率升值幅度由上月0.9%分别收窄至0.4%、0.7%。当月，人民币汇率“三价”背离幅度继续收敛：在岸即期汇率较当日中间价日均偏离幅度由上月+0.2%收窄至+0.1%，离岸汇率继续强于在岸汇率，日均偏离幅度由上月-24个基点收窄至-12个基点。

由于人民币汇率升值幅度在主要非美货币中排名相对靠后（见图表3），因此三大人民币汇率指数齐跌：CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子的人民币汇率指数连续第六个月下跌，环比跌幅重新扩大，分别由上月0.2%、0.5%扩大至0.6%、0.9%；参考SDR货币篮子的人民币汇率指数由涨转跌，环比跌幅为0.9%。国际清算银行（BIS）编制的人民币名义和实际有效汇率指数均延续2月以来回落态势，前者跌幅由上月0.2%扩大至0.6%，后者跌幅由上月0.7%小幅收窄至0.6%，降至86.2，为2011年12月以来新低（见图表4）。

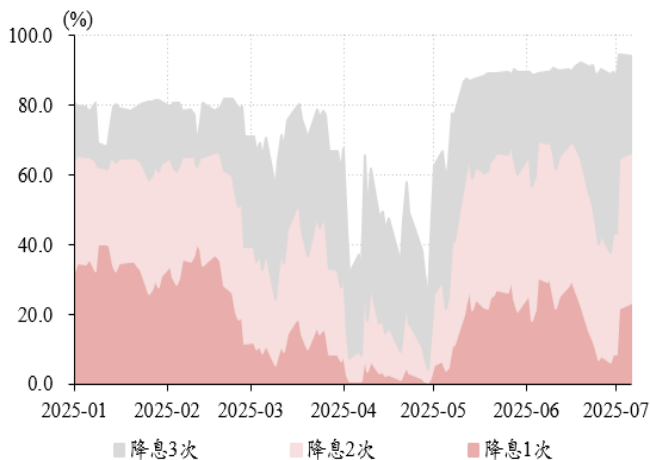
在美元指数走弱情形下，人民币双边汇率保持基本稳定、多边汇率加速下跌，虽有助于增强我国出口产品竞争力，但同时也要警惕国际社会对我国货币问题的关注甚至炒作。6月5日，美国财政部向国会提交的《关于美国主要贸易伙伴宏观经济和外汇政策的半年度报告》，审查和评估了截至2024年12月的四个季度中美国主要贸易伙伴的政策，报告没有把任何国家列为汇率操纵国，但强调了如果未来发现汇率干预证据，不排除将部分国家指定为汇率操纵国⁵。

图表 1. 美国贸易政策不确定性指数



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 美联储年内降息预期变化



资料来源：芝商所，中银证券

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202506/content_7027326.htm

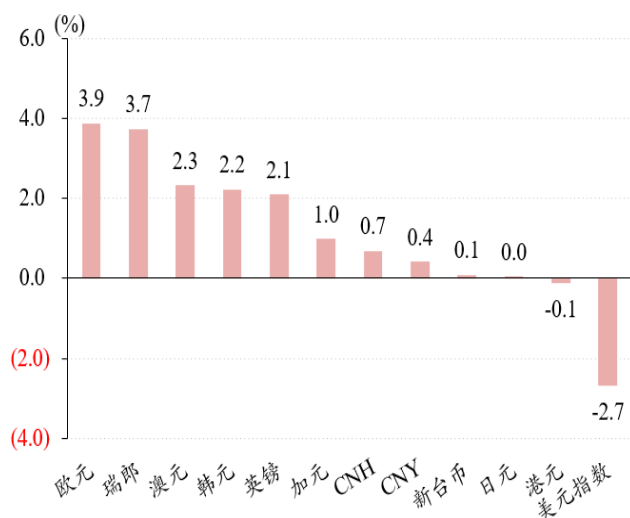
² https://www.mofcom.gov.cn/syxwfb/art/2025/art_00a79a2980e44ce8b8a2325786979e47.html

³ <https://wallstreetcn.com/livenews/2932200>

⁴ <https://wallstreetcn.com/articles/3749836>

⁵ <https://home.treasury.gov/system/files/136/June-2025-FX-Report.pdf>

图表 3.6 月份主要货币汇率涨跌幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 人民币名义和实际有效汇率指数



资料来源: BIS, Wind, 中银证券

中美经贸冲突缓和背景下，跨境资金净流入有所放缓，证券投资转为小幅净流出

6 月份，银行代客涉外收付款连续第五个月出现顺差，顺差规模环比减少 77 亿至 253 亿美元，但高于 4 月份顺差 173 亿美元。

分币种看，银行代客人民币涉外收付款由上月顺差 26 亿美元转为逆差 216 亿美元，是银行代客涉外收付款顺差环比收窄的主要贡献项，贡献率为 316%；银行代客外币涉外收付款则继续保持顺差，环比增加 166 亿至 470 亿美元，创去年 10 月份以来新高（见图表 5）。

分项目看，证券投资、收益和经常转移是银行代客涉外收付款顺差环比收窄的主要贡献项，贡献率分别为 140%、66%，而货物贸易、服务贸易、直接投资贡献率则分别为-100%、-16%和-12%（见图表 6）。

6 月份，证券投资涉外收付款由上月顺差 52 亿美元转为逆差 56 亿美元，但小于 4 月份逆差 125 亿美元，显示中美经贸冲突缓和背景下，证券投资项下跨境资金净流出压力有限。其中，证券投资涉外收入和支出规模此消彼长，但环比变动幅度均明显收窄，前者降幅由上月 442 亿美元收窄至 22 亿美元，后者则由上月减少 619 亿美元转为增加 85 亿美元。当月，恒生指数涨势延续，港股通南下资金净买入规模小幅反弹，由上月 420 亿元增至 734 亿元。

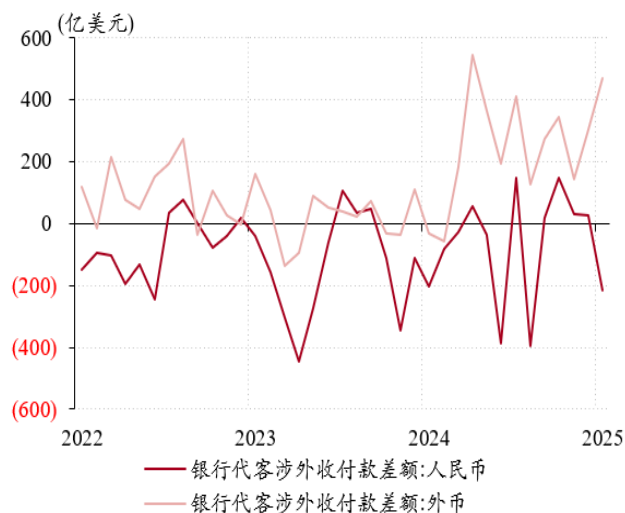
中债登和上清所数据显示，6 月份境外机构持有境内人民币债券余额继续减少，降幅由上月 963 亿增至 1161 亿元人民币。分券种看，境外机构持有的同业存单、政策性银行债和国债余额齐降。其中，同业存单仍然是境外机构减持主力，余额降幅基本与上月持平，环比减少 6 亿至 730 亿元；政策性银行债余额降幅较上月增加 88 亿至 188 亿元；国债余额由此前连续四个月增加转为减少 89 亿元（见图表 7）。当月，中美利差倒挂程度基本上月持平，而外资继续减持人民币债券，仍然不排除是因为人民币汇率继续走强导致部分利差交易反向平仓。

不过，在境外机构减持境内人民币债券的同时，外资对境内股票的增持意愿有所增强。据外汇局披露，上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转了过去两年总体净减持态势，尤其是 5、6 月份净增持规模增加至 188 亿美元⁶。

6 月份，收益和经常转移逆差连续第四个月扩大至 269 亿美元，其中涉外支出环比增加 104 亿至 383 亿美元，历史同期排名第三，反映了分红派息的季节性因素影响（见图表 8）；得益于我国外贸出口韧性较强，货物贸易涉外收付款顺差环比增加 76 亿至 668 亿美元，历史排名第六，并且创历史同期新高，继续发挥跨境资金流动的稳定器作用；服务贸易逆差连续第五个月收窄至 81 亿美元，为 2023 年 7 月以来新低，其中涉外支出规模为 379 亿美元，为历史同期第三，仅低于 2017 年和 2024 年同期支出规模 385 亿和 387 亿美元，反映居民跨境出境需求仍然旺盛；直接投资逆差连续第二个月收窄至 27 亿美元，为去年 11 月份以来新低，其中涉外收入和支出规模表现较为平稳，环比分别增加 84 亿和 74 亿美元。

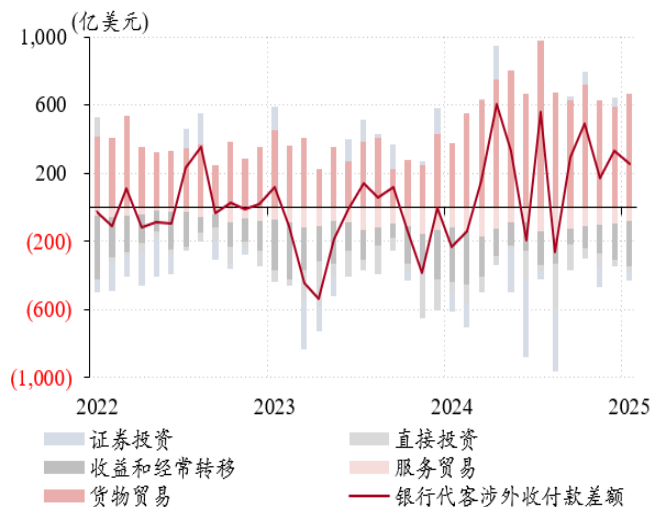
⁶ <http://www.safe.gov.cn/safe/2025/0722/26347.html>

图表 5. 银行代客涉外收付款差额币种构成



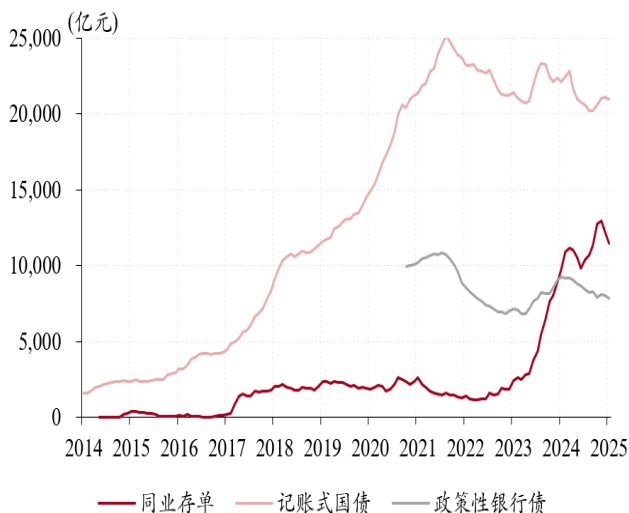
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 6. 银行代客涉外收付款差额项目构成



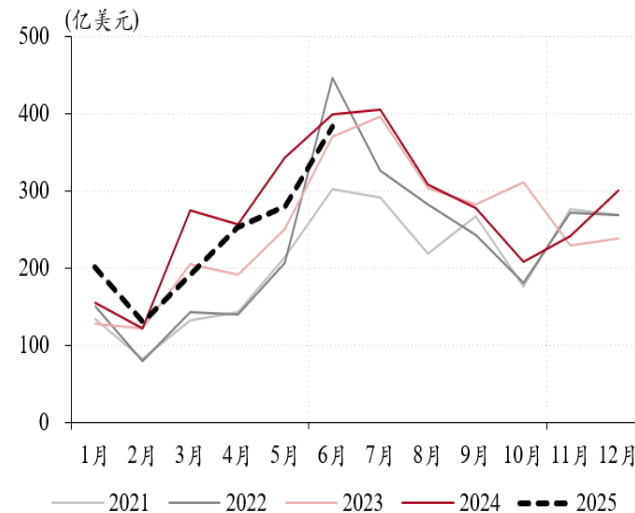
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 7. 境外机构持有境内主要人民币债券余额



资料来源：中债登，上清所，中银证券

图表 8. 收益和经常转移项下银行代客涉外支出规模



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

银行结售汇顺差继续扩大，市场结汇意愿进一步减弱，外汇市场保持平稳运行

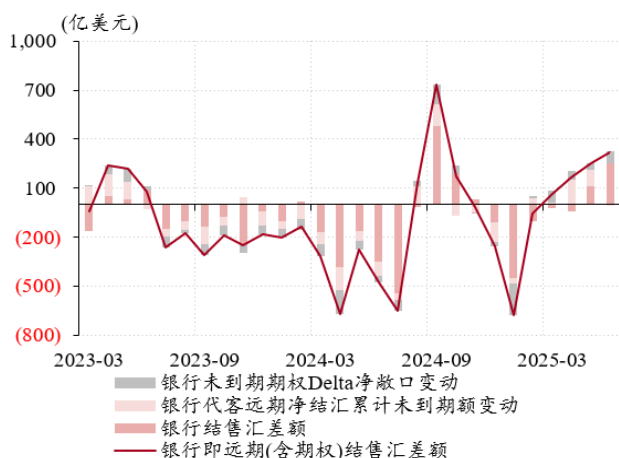
6 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）连续第四个月出现顺差，且顺差规模逐月扩大，环比增加 67 亿至 321 亿美元。其中，银行代客结售汇顺差增加 83 亿至 256 亿美元，银行自身结售汇逆差连续第二个月收窄，环比减少 58 亿至 3 亿美元，远期和期权外汇衍生品交易净买入规模同样延续下降态势，环比减少 73 亿至 68 亿美元，三者分别贡献了银行结售汇顺差增幅的 123%、86%、-109%（见图表 9）。

5、6 月份，银行代客外币涉外收付款顺差、银行代客结售汇顺差连续扩大，并且外币收付款顺差增幅大于同期结售汇顺差增幅，因此二者缺口由 4 月份的 83 亿美元先后扩大至 130 亿、213 亿美元。这主要反映出市场整体结汇意愿持续减弱的影响。同期，剔除远期履约额后的收汇结汇率和付汇购汇率连续回落，前者先后下降了 3.5 个、1.3 个百分点至 52.7%，后者下降了 1.1 个、0.5 个百分点至 56.3%（见图表 10）。市场结汇意愿和购汇动机齐降，表明市场对人民币汇率预期继续分化，并未出现单边升值或贬值预期。而且，在人民币汇率连续升值背景下，付汇购汇率降幅均小于收汇结汇率，表明市场主体逢低购汇需求相对旺盛，交易理性有序，顺周期羊群效应并不明显。

不同于市场整体结售汇意愿变化，6 月份，货物贸易和服务贸易相关数据表明，外贸企业和住户部门结售汇意愿均较上月有所增强，购汇动机则继续减弱：货物贸易收入结汇率止跌回升，环比上升 1.0 个百分点，支出购汇率则回落了 0.5 个百分点；服务贸易收入结汇率环比上升 4.4 个百分点，支出购汇率回落 2.4 个百分点（见图表 11）。货物贸易是银行代客涉外收付款和银行代客结售汇的主要组成部分，但 6 月份外贸企业结售汇意愿与市场整体结售汇意愿变化方向相反，或继续反映计算方法差异带来的影响（详见《5 月外汇市场分析报告》）。当月，非金融企业境内外汇存款余额增加 151 亿美元，延续了上月升势，不排除以收入结汇率衡量的外贸企业结售汇意愿可能存在高估。

6 月份，远期结售汇套保比率结束了此前连续五个月上升态势，环比回落 1.3 个百分点至 8.5%，远期购汇套保比率止跌回升，环比上升 2.2 个百分点至 6.1%，为近五个月以来新高，或反映相关市场主体汇率预期偏贬值方向（见图表 12）。

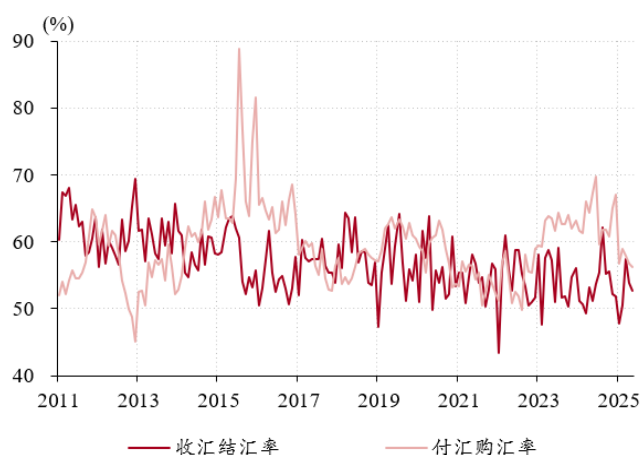
图表 9. 银行结售汇差额及其构成



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。

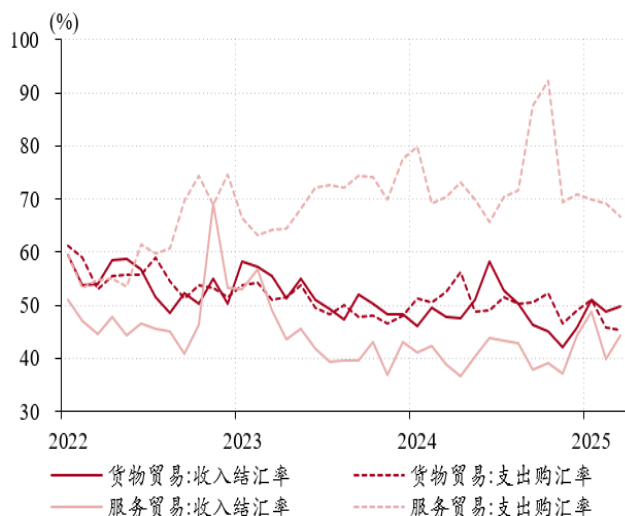
图表 10. 市场整体结售汇意愿变化（剔除远期履约）



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：（1）收汇结汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付汇购汇率=（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。

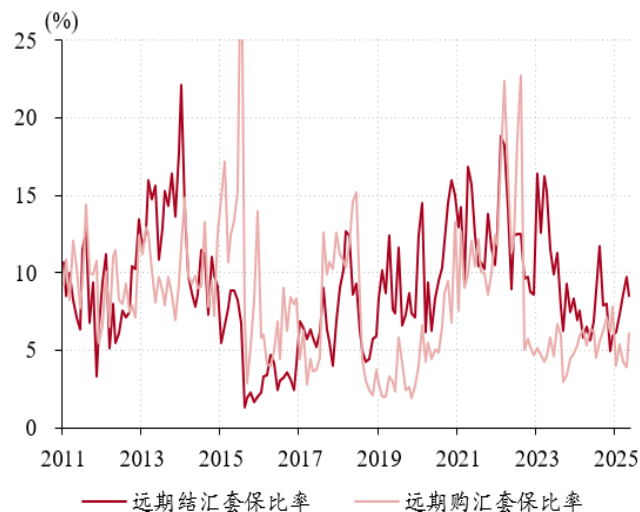
图表 11. 外贸企业和住户部门结售汇意愿



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：收入结汇率=银行代客结汇/银行代客涉外收入，支出购汇率=银行代客售汇/银行代客涉外支出。

图表 12. 远期结售汇对涉外外汇收付套保比率变动情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：远期结（购）汇套保比率=银行代客远期结（售）汇签约额/银行代客涉外外币收入（支出）。

风险提示：地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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