

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

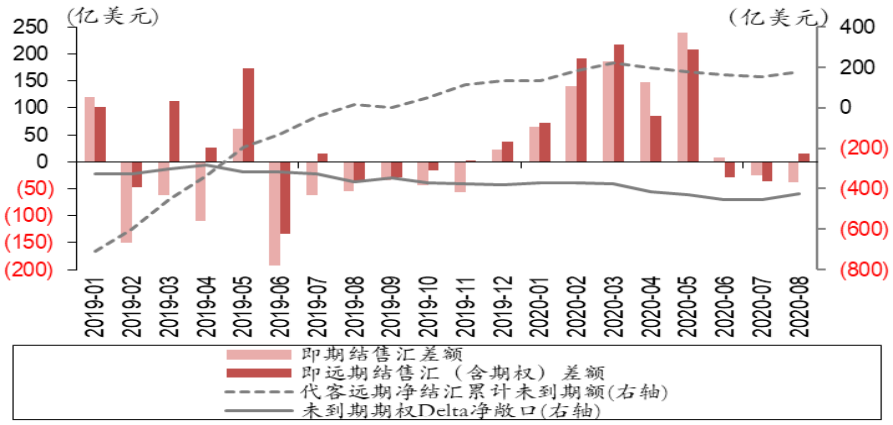
9 月以来，人民币汇率（如非特指，以下均指人民币兑美元双边汇率）加速升值，中间价和交易价已先后升破 6.80 比 1，重回 6.70 时代。到 9 月 18 日，境内人民币汇率中间价和银行间市场（中国外汇交易中心系统）下午四点半收盘价（下同）较 8 月底分别上涨了 1.50%和 1.40%，较年内低点分别上涨了 5.51%和 5.94%。这引发了市场上关于企业大举结汇、外资大量流入等诸多传闻和猜测。然而，如果不是讲故事而要摆数据，外汇局最新发布的 8 月份外汇收支数据却告诉了我们一个不一样的事实。

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 仅敞口变动。

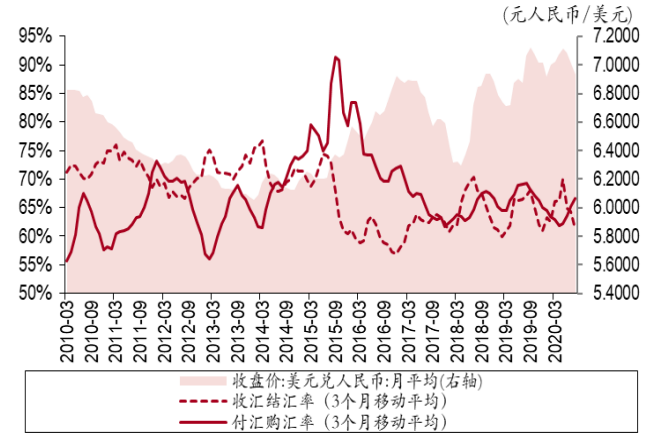
2.汇率杠杆调节作用继续正常发挥

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。

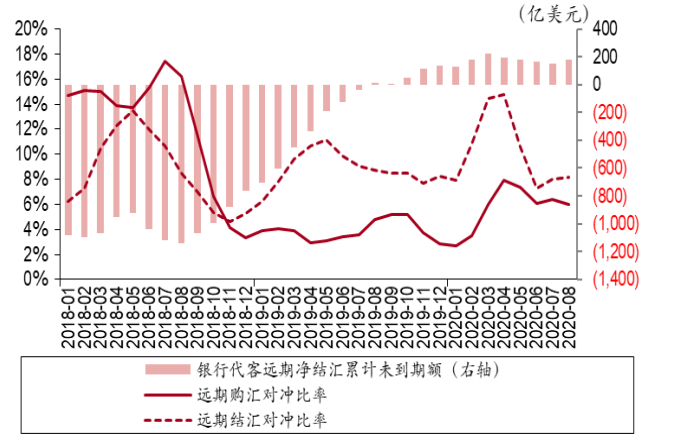
图表 2. 市场结售汇意愿变动及人民币汇率走势



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）收汇结汇率=银行代客结汇/银行代客涉外外汇收入；（2）付汇购汇率=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



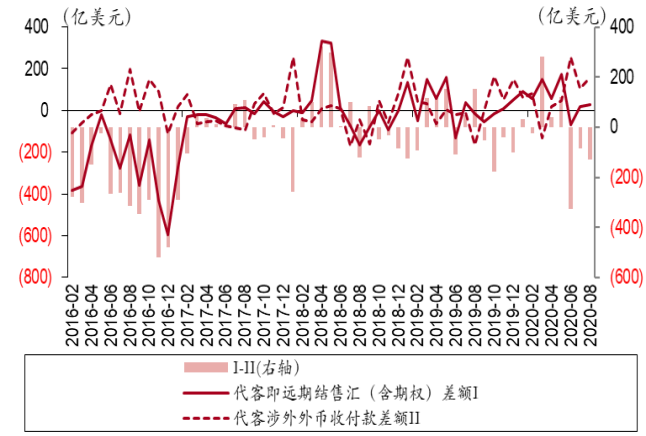
资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

注：（1）远期结汇对冲比率=远期结汇签约额/出口额；（2）远期售汇对冲比率=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%（见图表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（见图表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的压力。

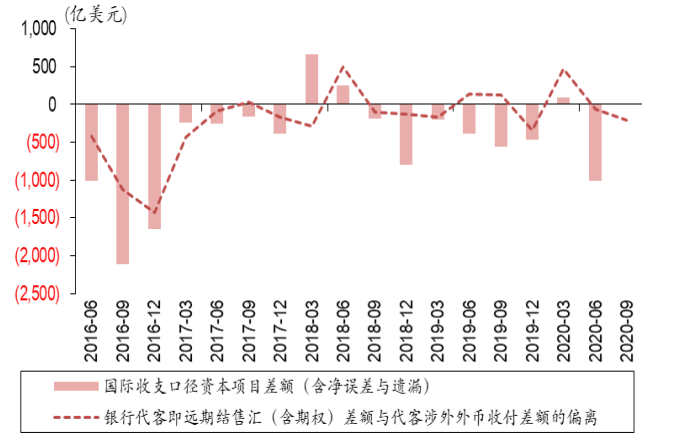
图表 4. 代客即远期结售汇（含期权）与涉外外币收付差额的偏离



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仅敞口变动。

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

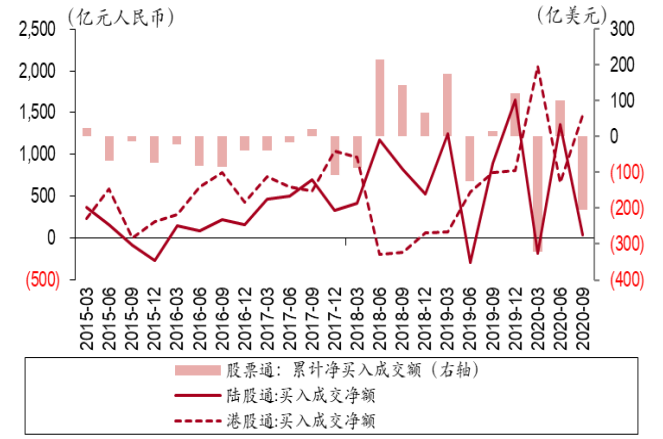


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

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价证券及投资合计 626 亿美元，同比增长 101%（见图表 7）。

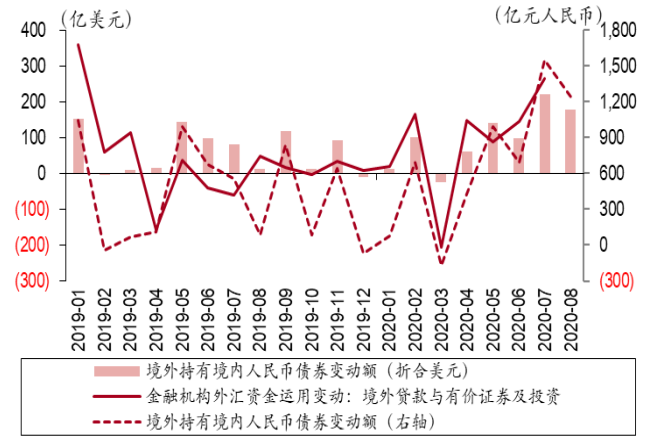
图表 6. 股票通项下跨境资金流动情况



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

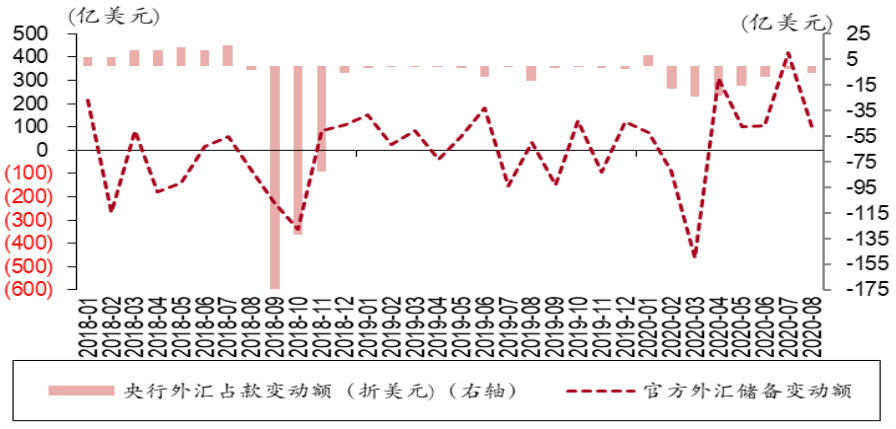


资料来源：中国人民银行，中债登，上清所，万得，中银证券

注：因为除个别例外，境内禁止外币计价结算和流通，故金融机构外汇有价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微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。*

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