

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

- 4 月份，面对极限关税施压，人民币汇率短暂调整后迅速企稳回升，多边汇率继续走弱。其实，在美元指数弱势情况下，对于人民币汇率被动升值不必过于担心。
- 4 月份，在特朗普关税冲击下，跨境资金连续第三个月净流入，货物贸易呈现较强韧性，证券投资有所承压，但外资配置人民币资产意愿持续向好，主要得益于中国政府有效应对外部冲击，及时稳定了市场预期。
- 4 月份，市场主体结汇意愿增强（或持汇动机减弱）驱动境内外汇供求关系继续改善，企业部门较住户部门的持汇意愿变化更为明显。
- **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。

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

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

5月19日，国家外汇管理局发布了2025年4月外汇收支数据。现结合最新数据对4月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

面对极限关税施压，人民币汇率先抑后扬，多边汇率继续走弱

2、3月份，特朗普对华商品加征两轮各10个百分点的关税政策落地之后，人民币汇率不跌反涨。进入4月份，面对美国“对等关税”的极限施压，人民币汇率对超预期的重大风险事件重新定价，离岸人民币汇率在4月8日和9日盘中一度跌至7.43附近，在岸人民币汇率在4月9日盘中最低跌破7.35。期间，人民币汇率“三价”背离程度扩大：4月8日境内外人民币汇率差价超900个基点，4月9日在岸即期汇率较当日中间价偏离幅度重新逼近2%的政策上限。此后，境内外人民币汇率开始反弹，“三价”背离程度大幅收敛。4月末，在岸人民币即期汇率（境内外汇市场下午四点半交易价）和离岸人民币汇率分别为7.2632、7.2689，较上月末分别贬值了0.2%、0.1%，但上年末累计分别升值了0.5%和0.9%（见图表1）。

4月份，在特朗普关税冲击下，之所以人民币汇率能够迅速企稳回升，没有重演上次中美经贸摩擦期间的大幅贬值情形，除了上年末外汇市场已经提前定价了特朗普冲击之外，一方面是因为特朗普政策加剧美元信用危机，促使美国从避风港变成了风险源，出现罕见的股债汇“三杀”，当月美元指数累计下跌了4.4%，跌幅创2022年12月以来新高（见图表2）；另一方面得益于中国政府的有效应对，迅速出台了关税反制措施和一系列金融支持政策，及时稳定了市场信心。

4月份，美元指数回落带动主要非美货币升值，因此人民币汇率指数继续走弱：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四个月下跌，环比跌幅分别由上月0.9%、0.8%扩大至2.8%、3.1%；参考SDR货币篮子的人民币汇率指数连续第三个月走弱，环比跌幅由上月1.3%扩大至2.9%（见图表3）。国际清算银行（BIS）公布的名义有效汇率指数显示，4月份人民币名义有效汇率指数跟随美元指数下跌，月度均值环比跌幅为2.2%，大于美元指数跌幅1.4%，英镑指数微跌0.4%，欧元和日元指数则分别上涨了2.6%、2.9%（见图表4）。

在美元指数弱势的情况下，人民币对美元汇率属于被动升值，加之中外通胀差异驱动的人民币实际有效汇率走弱，有助于维护中国出口商品的价格竞争力。反倒是，如果美元指数走弱，但人民币汇率保持稳定，导致人民币多边汇率（即人民币汇率指数）加速下行，可能引发其他贸易伙伴对中国产能输出的担忧。

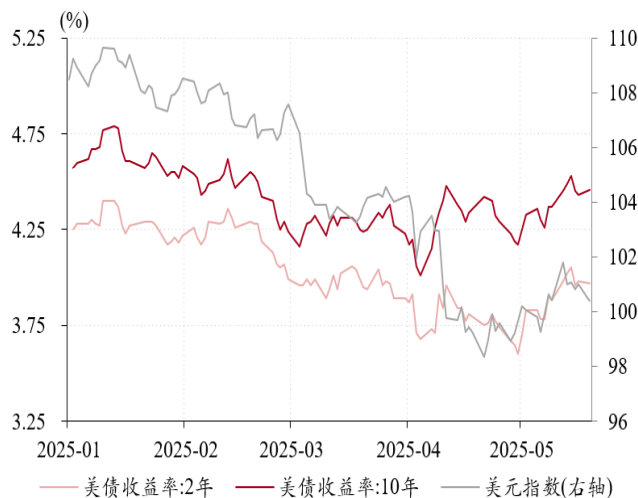
不过，由于银行代客涉外外币收付款中美元占比仍然高达九成，人民币对美元升值会影响出口企业财务状况。应对人民币汇率波动风险，宜继续推进人民币跨境使用，提高外币币种多元化程度，并鼓励企业增加使用外汇衍生品工具管理汇率风险。

图表 1. 境内外人民币汇率走势



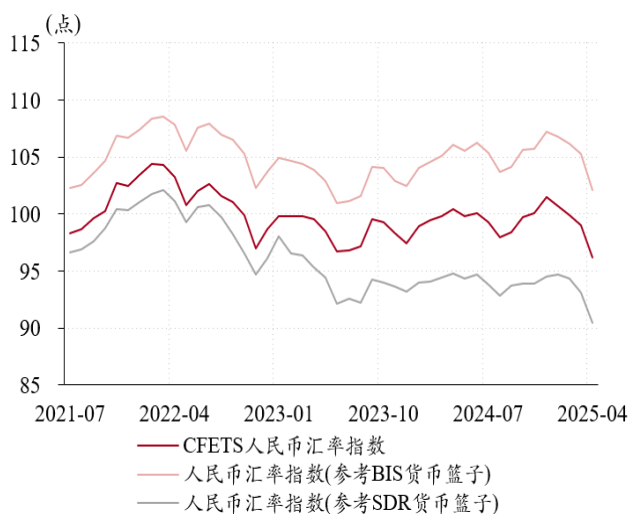
资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 美元指数和美债收益率



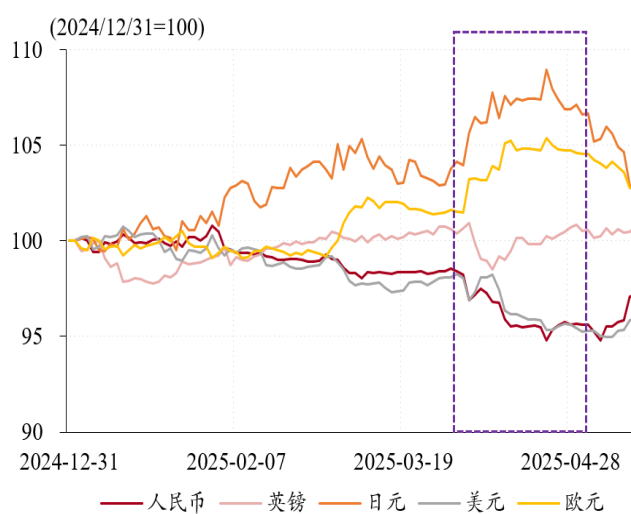
资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 三大人民币汇率指数走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 主要货币名义有效汇率指数



资料来源: BIS, 中银证券

跨境资金延续净流入，货物贸易呈现较强韧性，证券投资有所承压

2 月份以来，在特朗普关税冲击下，银行代客涉外收付款为持续顺差，顺差规模分别是 290 亿、492 亿和 173 亿美元。从绝对规模看，4 月份证券投资、收益和经常转移、服务贸易、直接投资均为跨境资金流出项，涉外收付款逆差规模分别是 125 亿、166 亿、105 亿和 73 亿美元，货物贸易则持续发挥稳定跨境资金流动的基本盘作用，涉外收付款顺差规模为 630 亿美元，继续创历史同期新高（见图表 5）。当月，海关统计口径的货物贸易涉外收入同比增长 11% 至 3003 亿美元，货物出口规模同比增长 8% 至 3157 亿美元，二者均为历史同期新高，反映了外需韧性支撑和“抢出口”效应影响。

从相对变化看，4 月份跨境资金净流入规模环比收窄，证券投资是主要贡献项，该项跨境资金由此前连续两个月净流入转为净流出 125 亿美元，贡献了跨境资金整体净流入规模环比降幅的 62%。不过，4 月份证券投资净流出规模小于 2024 年 10 月至 2025 年 1 月期间月均净流出规模 284 亿美元，表明证券投资项下跨境资金净流出压力有限（见图表 5）。根据外汇局披露，4 月外资净增持境内债券 109 亿美元，处于较高水平，4 月下旬外资投资境内股票转为净买入¹。

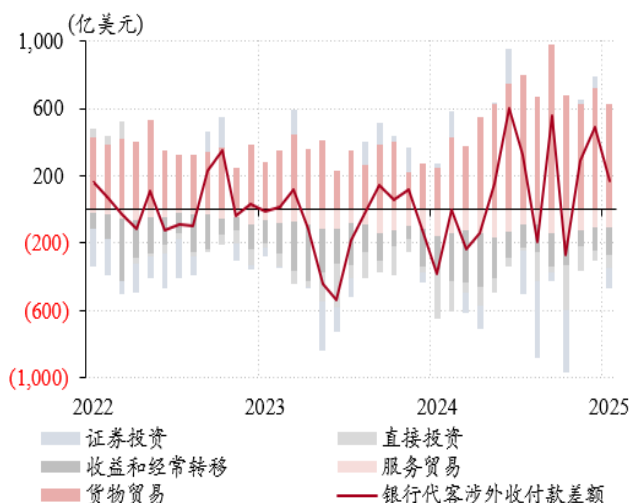
中债登和上清所数据显示，2 月份以来境外机构连续净买入境内人民币债券，净增持规模分别为 698 亿、1418 亿和 954 亿元。4 月份，记账式国债替代同业存单成为外资增持主力，净增持规模由上月 364 亿升至 493 亿元，为 2024 年以来新高，而同业存单净增持规模由上月 1411 亿降至 181 亿元，政策性银行债由上月减持 338 亿转为增持 182 亿元（见图表 6）。

4 月份，在特朗普极限关税施压下，外资配置人民币资产意愿持续向好，主要得益于中国政府的有效应对，打出政策组合拳，以真金白银稳定了市场预期。4 月 8 日，中央汇金公司明确表态将发挥类“平准基金”作用，坚定增持 ETF 及优质股票，并强调“该出手时将果断出手”。人民银行、国家金融监管总局先后发布支持政策稳定资本市场。中国诚通、中国国新等国资运营平台同步跟进，宣布大额增持中央企业及科技创新类股票，形成强大市场托底合力。

4 月份，其他项下跨境资金净流出规模总体平稳：服务贸易收付款逆差环比基本持平，仅减少 3 亿美元，其中涉外支出规模为 410 亿美元，为历史同期次高，表明居民跨境出行需求仍然旺盛；收益和经常转移收付款逆差环比增加 34 亿美元，是因为涉外支出增加 63 亿美元，大幅收入增幅 29 亿美元，反映了外资企业利润汇出季节性增加的影响；直接投资收付款逆差环比增加 12 亿美元，根据外汇局披露，关联企业借贷往来跨境资金由净流出转为基本平衡（见图表 5）。

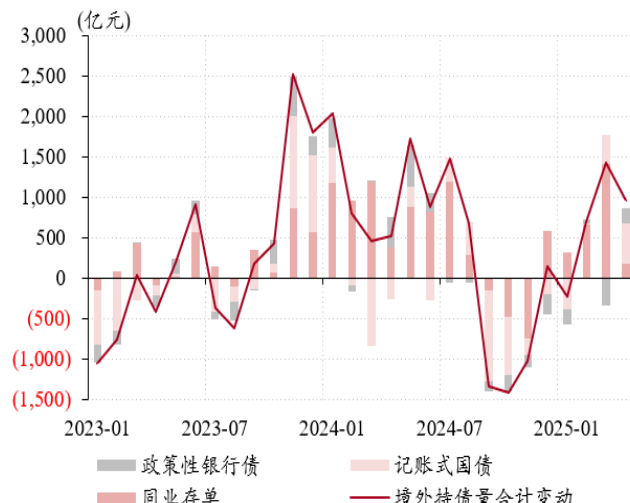
¹ <http://www.safe.gov.cn/safe/2025/0519/26112.html>

图表 5. 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 6. 外资持有境内人民币债券余额变化



资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

结汇意愿增强（或持汇动机减弱）驱动境内外汇供求关系继续改善

4 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）连续第二个月出现顺差，并且顺差规模由上月 63 亿增至 166 亿美元。其中，远期和期权外汇衍生品交易净买入规模由上月 83 亿增至 209 亿美元，银行代客结售汇顺差由上月 1 亿增至 59 亿美元，二者分别贡献了银行结售汇顺差增幅的 122%、56%，而银行自身结售汇逆差则由上月 21 亿增至 101 亿美元，贡献率为 -79%（见图表 7）。

此前我们在《极限关税与人民币汇率走势前瞻》中指出，人民币有条件实现双向波动，认为当前人民币升值较 2017 年有更好的基础，因为近年来在人民币总体弱势背景下，境内企业和居民增加外汇资产配置。预计，若人民币升值，或引起企业和居民减持外汇资产²。2024 年 8 至 10 月份，境内外汇形势好转，就受益于人民币反弹、市场结汇意愿增强和购汇动机减弱。期间，剔除远期履约额之后的收汇报结汇率均值较 2023 年 7 月至 2024 年 7 月均值上升了 5.0 个百分点，付汇报汇率回落了 2.9 个百分点。

2025 年 4 月份，银行代客外币收付款顺差由上月 345 亿降至 142 亿美元，但银行代客结售汇顺差不降反增，因此二者缺口由上月 344 亿降至 83 亿美元，为 2024 年 2 月份以来新低（见图表 8）。**这主要是因为市场主体结汇意愿增强、购汇动机减弱：**剔除远期履约额之后的收汇报结汇率环比上升 6.9 个百分点至 57.4%，为 2024 年 10 月份以来新高，付汇报汇率环比回落 1.0 个百分点（见图表 9）。

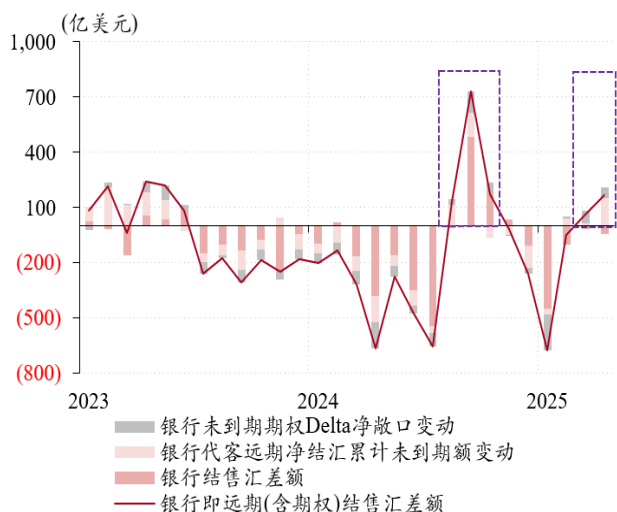
4 月份，货物贸易、服务贸易涉外收付款差额与结售汇差额缺口分别收窄至 314 亿、33 亿美元，其中服务贸易缺口是连续第四个月收窄，二者均为 2024 年 10 月份以来新低。其中，**货物贸易缺口收窄是因为企业部门持有外汇动机减弱**，货物贸易收入结汇率延续上月升势，环比上升 5.1 个百分点至 51.0%，为近半年以来新高，环比增幅大于支出购汇率增幅 2.1 个百分点；**服务贸易缺口收窄则是因为居民部门持有外汇和抢购外汇动机同时减弱**，服务贸易收入结汇率环比上升 4.4 个百分点至 48.8%，为 2023 年 7 月份以来新高，支出购汇率则下降了 1.1 个百分点。

从金融机构境内外汇存款余额变化看，4 月份非金融企业境内外汇存款余额减少 41 亿美元，而此前四个月外汇存款余额连续增加，住户部门境内外汇存款余额则较上月增加了 39 亿美元，显示当月企业部门较住户部门的持汇意愿变化更为明显。

4 月份，银行代客远期结汇签约额环比增加 44 亿美元，叠加远期购汇履约额增加 75 亿美元，推动银行代客远期净结汇累计未到期额增加 153 亿美元，增幅为 2023 年 3 月以来新高，贡献了银行结售汇顺差环比增幅的 137%。当月，**市场主体远期结售汇意愿与即期结售汇意愿变化方向一致：**远期结汇报保比率环比上升 1.3 个百分点至 8.6%，为 2024 年 10 月以来新高，远期购汇报保比率则回落 1.1 个百分点（见图表 10）。

² 管涛，极限关税与人民币汇率走势前瞻，发表于《第一财经日报》2025 年 4 月 14 日。

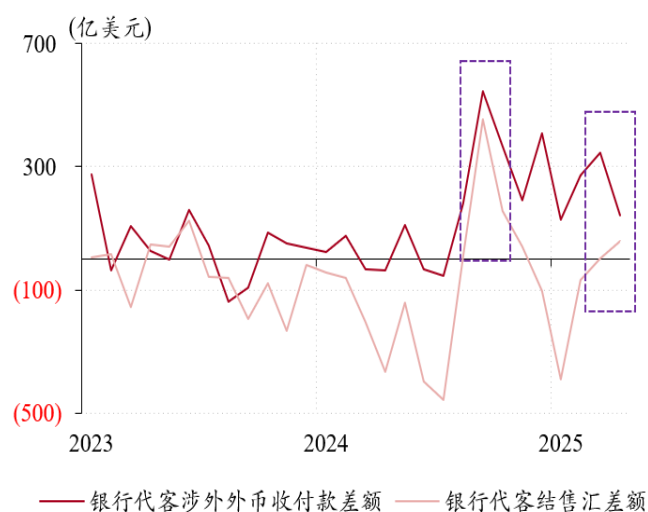
图表 7. 银行结售汇差额及其构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

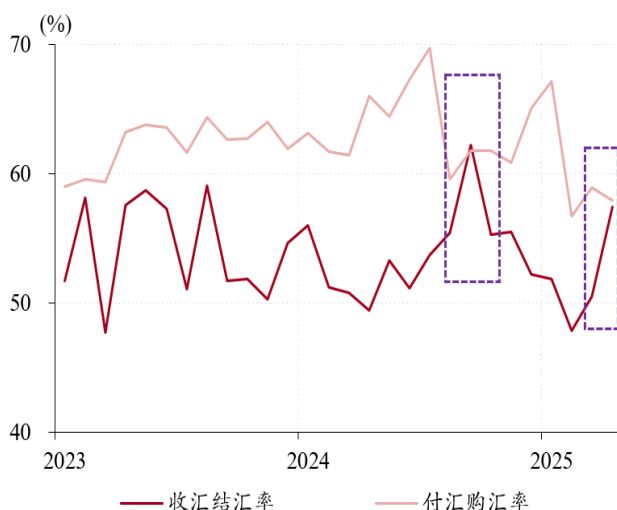
注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 8. 银行代客外币收付款差额与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

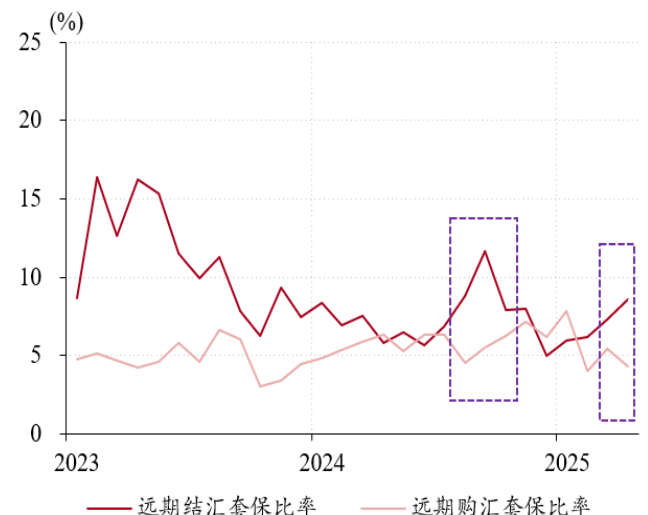
图表 9. 市场整体结售汇意愿变化（剔除远期履约）



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 10. 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