

# 多指标显示市场对于本轮人民币回调已有所准备

“8.11”汇改时期，人民币汇率中间价意外贬值，一定程度让市场措手不及。不过，多个指标表明，市场对于本轮人民币急跌准备更加充分。

- **银行对客户交易中衍生品交易占比明显上升。**“8.11”汇改初期，人民币汇率意外贬值，市场避险操作激增，汇改当月的远期交易占比明显上升。今年3月份，银行对客户交易中的衍生品交易占比已经升至历史高位，显示人民币升值进入第三个年头，市场恪守风险中性意识，总体加强了汇率风险对冲。
- **银行代客结汇履约率和购汇履约率均处于高位。**虽然2015年上半年远期结汇履约率下降、远期售汇履约率上升，市场对于人民币贬值已有一定的措施准备，但汇改初期依然出现了贬值恐慌。今年3月份，远期结售汇履约率明显高于“8.11”汇改前夕，表明市场管理汇率风险的力度进一步加强。并且，在前期人民币升值过程中，企业增加了外汇存款的持有，增厚了吸收资本外流、汇率贬值冲击的“安全垫”。
- **企业运用远期结售汇对冲汇率风险的力度加大。**“8.11”汇改之前以及汇改当月，银行远期结售汇签约对冲外贸进出口的比例明显上升。今年一季度，该比例再次上升，并且高于2015年上半年，表明企业加大汇率风险的对冲力度。
- **借助境内银行间市场即期询价交易的高频数据，5月份以来日均成交量缩小，显示近期人民币延续调整可能并未激化外汇供求失衡。**
- **风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：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

4月20日以来，人民币汇率出现了一波快速调整。不久前，大家还在给强势人民币“数板”，甚至贴上了“避险货币”的标签。境内人民币汇率中间价和收盘价（即银行间市场下午四点半收盘价，下同）于3月初均升至6.30比1附近，创近四年新高。但到5月12日，中间价和收盘价却已收在6.70之下，创一年半新低，离岸市场交易价跌破6.80。4月份，中间价和收盘价分别下跌4.1%和3.7%，均创下2015年“8.11”汇改以来最大单月跌幅。“8.11”汇改，人民币汇率中间价意外贬值，一定程度让市场措手不及。但从以下指标看，市场对于本轮人民币急跌，相比“8.11”汇改时期准备更加充分。

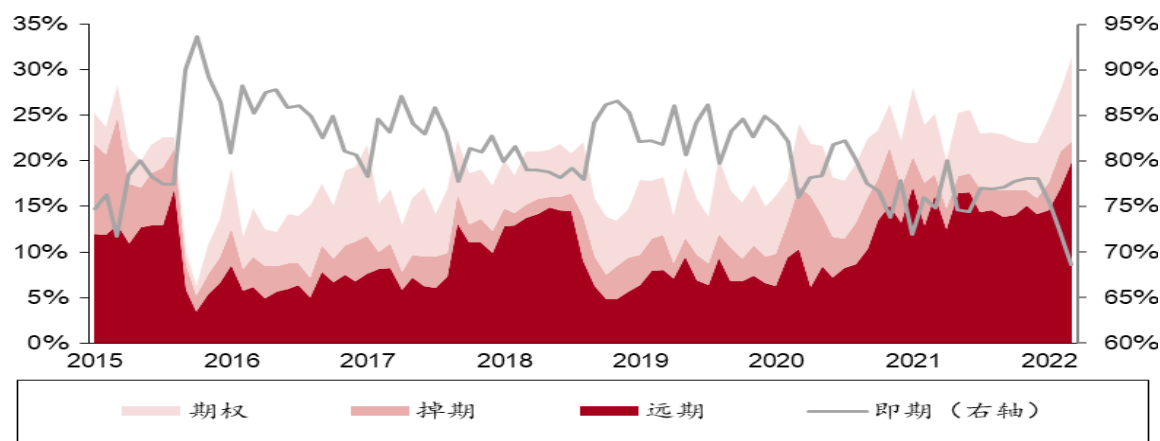
## 银行对客户交易中衍生品交易占比明显上升

根据国家外汇管理局的境内外汇市场交易统计，2015年上半年，银行对客户外汇交易中，即期交易占比76.4%，远期和期权交易占比分别为12.2%和3.3%。7月份，即“8.11”汇改前一个月，即期交易占比77.4%，高出上半年占比1.0个百分点；远期和期权交易占比分别为12.9%和3.3%，也就是说远期交易占比上升了0.7个百分点，期权交易占比基本持平（见图表1）。

“8.11”汇改后，人民币汇率意外贬值，导致8月份市场避险操作激增，即期交易占比保持在77.4%，远期和期权交易占比分别为16.9%和1.3%，环比分别上升4.0和下降2.0个百分点。可见，面对突发性贬值，客户主要运用远期结售汇业务避险，招致8月底央行出台了远期购汇外汇风险准备金制度，于同年10月15日正式实施。这抑制了远期购汇操作，倒逼客户通过即期交易规避人民币汇率风险。2015年下半年，即期交易占比84.5%，较上半年上升了8.1个百分点，远期和期权交易占比反而分别回落了2.7和1.0个百分点（见图表1）。

今年3月份，银行对客户外汇交易中，即期交易占比68.6%，为数据公布以来最低，同比、环比分别下降了6.2和3.7个百分点。这意味着客户外汇衍生品交易占比相应上升，其中，远期交易占比19.9%，创历史新高；期权交易占比9.2%，为历史次高；远期和期权交易占比合计29.1%，也刷新历史记录。而且，从一季度平均水平看，即期交易占比71.9%，同比下降2.3个百分点，环比下降6.1个百分点；远期和期权交易占比合计25.1%，同比、环比分别上升2.6和5.1个百分点（见图表1）。这显示人民币升值进入第三个年头，市场恪守风险中性意识，总体加强了汇率风险对冲。

图表 1. 银行对客户外汇交易构成



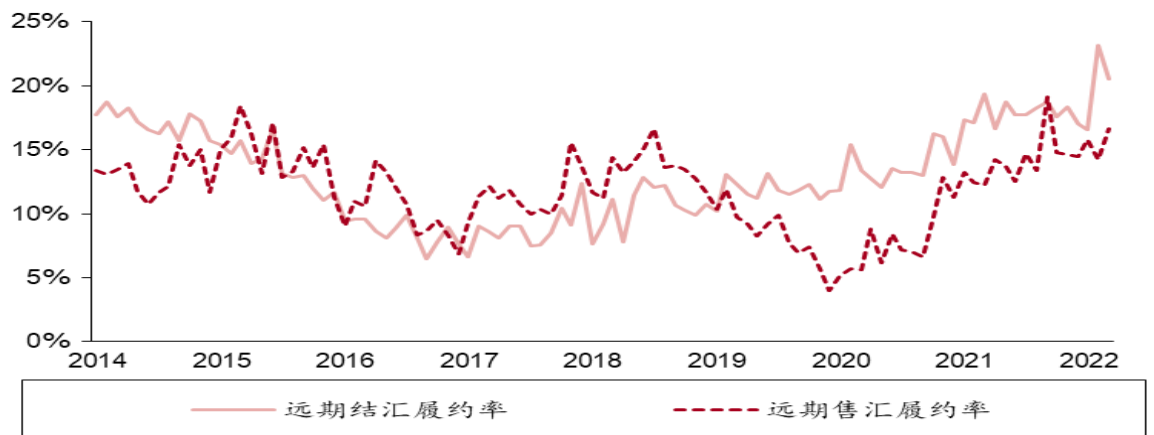
资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：此处“外汇交易”指人民币外汇买卖业务。

## 银行代客结汇履约率和购汇履约率均处于高位

根据外汇局的银行结售汇统计，2015年上半年，银行代客结汇中远期履约占比15.1%，较2014年下降2.0个百分点；银行代客售汇中远期履约占比16.1%，上升3.1个百分点（见图表2）。这显示，随着2014年下半年外汇形势逐渐逆转，银行即远期结售汇持续逆差（见图表3），2014年底起境内银行间市场人民币汇率收盘价相对当日中间价持续偏弱（2015年初，美元兑人民币汇率收盘价一度持续涨停），令市场对于人民币汇率贬值已有一定的措施准备（见图表4）。

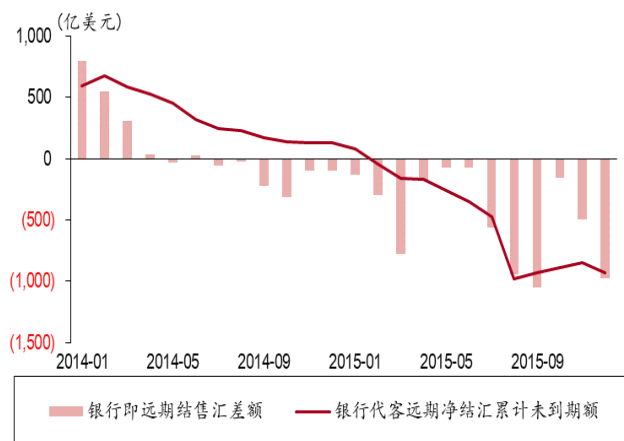
图表2. 银行远期结售汇履约率



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

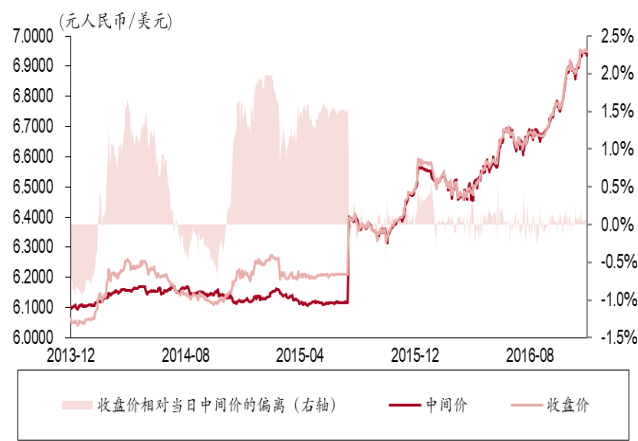
注：(1) 远期结（售）汇履约=上期末远期结（售）汇累计未到期额+当期远期结（售）汇签约额-本期末远期结（售）汇累计未到期额；(2) 远期结（售）汇履约率=远期结（售）汇履约额/银行代客结（售）汇额。

图表3. 2015年“8.11”汇改前后银行即远期结售汇差额



资料来源：万得，中银证券

图表4. 2015年“8.11”汇改前后人民币汇率走势



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：(1) 2014年“3.17”汇改，银行间市场美元兑人民币汇率浮动区间由±1%增至±2%；(2) 收盘价相对当日中间价偏贬值方向为正值，反之亦然。

2015年7月份，股市异动引发的市场恐慌向汇市传染，导致银行即远期结售汇逆差由上月70亿骤升至561亿美元，但当月远期结汇履约率环比下降3.5个百分点，远期购汇履约率更是环比下降了4.3个百分点（见图表2和图表3）。从这个意义上讲，“8.11”汇改初期人民币汇率中间价连续低开，依然酿成了市场贬值恐慌。

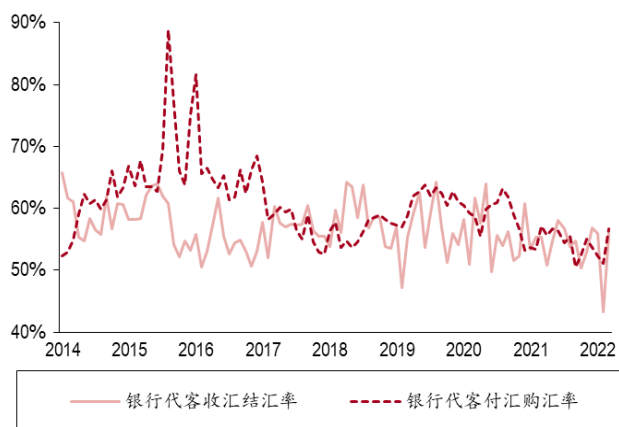
2015年8月，不含远期履约的银行代客付汇购汇率为88.9%，环比跳升19.4个百分点；银行代客收汇结汇率为60.7%，环比微降1.2个百分点。2015年下半年，银行代客付汇购汇率为74.0%，较上半年跳升了9.2个百分点；银行代客收汇结汇率为56.0%，回落了4.8个百分点（见图表5）。市场结汇意愿减弱、购汇动机增强，导致“8.11”汇改初期外汇供不应求缺口急剧扩大。2015年后四个月的月均银行即远期结售汇逆差725亿美元，较前七个月扩张了1.43倍（见图表3）。

今年一季度，银行代客远期结汇履约率19.7%，远期售汇履约率15.7%，分别较上年上升1.8和1.5个百分点。其中，3月份，远期结汇和售汇履约率分别为20.5%和16.6%，分别较一季度平均水平高出0.8和0.9个百分点，较2015年7月份更是高出7.4和3.8个百分点（见图表2）。这显示，随着人民币汇率双向波动的弹性增加，市场管理汇率风险的力度较“8.11”汇改前夕加强。而且，企业远期结汇和购汇的风险均加大了对冲力度，没有赌汇率单边行情。从这个意义上讲，4月份以来的人民币急跌，造成的市场冲击或没有想象的那么大。

从市场结售汇意愿的变化看，今年一季度，银行代客收汇结汇率52.4%，代客付汇购汇率53.6%，分别较上年下降2.1和0.9个百分点。其中，3月份，银行代客收汇结汇率和付汇购汇率分别为56.0%和56.7%，分别较一季度的平均水平高出3.5和3.1个百分点，但远低于2015年上半年分别为60.8%和64.7%的水平（见图表5）。这表明3月中旬以来的人民币汇率快速回调，抹去年内所有涨幅，已引起市场购汇意愿上升，但结汇动机增强更多。

当前市场结售汇意愿低于2015年上半年（“8.11”汇改前夕），主要是因为随着人民币汇率灵活性增加，境内企业越来越倾向于以外汇收付、自然对冲。对月末非金融企业境内外汇存款和人民币汇率中间价月均值取自然对数，相关性分析结果显示，2013年初至2016年底二者为弱正相关0.364，2017年初至2022年3月底转为强负相关0.831，其中2020年6月份以来更是高度负相关0.931（见图表6）。这表明，这波人民币震荡升值期间，人民币涨的越多（美元兑人民币下跌），企业反而越增加外汇存款的持有。这些外汇存款是民间二级外汇储备，增厚了吸收资本外流、汇率贬值冲击的“安全垫”。

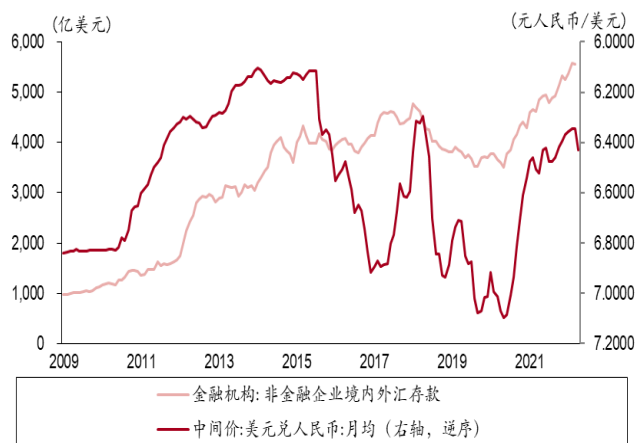
图表 5. 银行结售汇意愿变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）为更好反映即期市场银行结售汇动机的变化，银行代客远期结售汇中均剔除了远期结售汇履约；（2）银行代客收（付）汇结（购）汇率=（银行代客结（售）汇-银行代客远期结（售）汇履约额）/银行代客涉外外币收（付）款额。

图表 6. 月末企业外汇存款余额与月均人民币汇率中间价



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

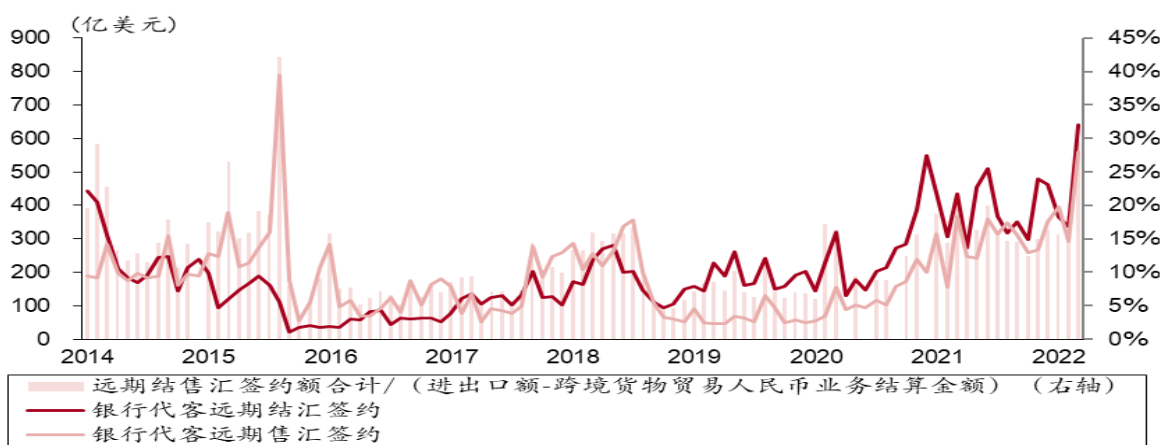


## 企业运用远期结售汇对冲汇率风险的力度加大

从银行远期结售汇签约对冲外贸进出口（不含用人民币计价结算）的比例看，2015年上半年为18.1%，较2014年平均水平高出1.8个百分点；7月份为18.6%，较上半年又高出0.5个百分点。这也印证了在外汇形势反转、人民币汇率交易价贬值压力初显的情况下，企业当时加大了汇率风险的对冲力度。8月份，该比例进一步跳升至42.2%，环比上升了23.5个百分点，导致当月银行代客远期净购汇累计未到期额骤增504亿美元（见图表7和图表3），进而招致月底央行引入了外汇风险准备金制度。

今年一季度，前述比例为21.0%，高出上年平均水平5.1个百分点，也高出2015年上半年2.9个百分点。其中，3月份进一步升至29.6%，较一季度平均水平高出8.7个百分点。同期，以美元计价的海关进出口额（含用人民币计价结算）环比增长26.9%，进口额增长22.3%，而银行代客远期结售汇签约增长90.7%，远期售汇签约增长92.1%（见图表7）。由此可见，当月远期售汇签约对冲进口付汇的比例升幅应该大于远期结售汇签约对冲出口收汇的比例升幅。

图表7. 银行代客远期结售汇签约额及其贸易对冲比例



资料来源：国家外汇管理局，中国人民银行，海关总署，万得，中银证券

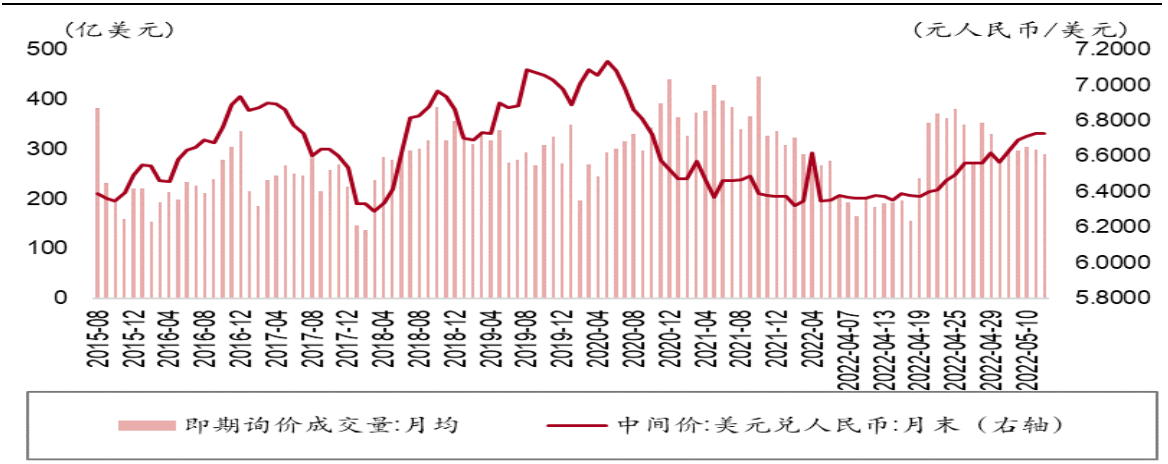
注：(1) 进出口额取自海关数据；(2) 跨境货物贸易人民币业务结算金额取自人民银行数据，由于个别月份数据未公布，故相关月份空缺。

## 当下需要关注4月份人民币急跌有没有引起外汇市场行为的异动

这将是人民币汇率市场化改革的又一块“试金石”。从境内银行间市场即期询价交易的高频数据看，2016年12月份，当人民币汇率自“8.11”汇改以来首次跌到7附近时，当月日均外汇成交量环比增长10.5%；2018年10月，当人民币汇率第二次跌到7附近时，当月日均外汇成交量环比增长21.6%；2019年5月，当人民币汇率第三次跌到7附近时，当月日均外汇成交量环比增长6.5%（见图表8）。

今年4月份，日均外汇成交量262亿美元，环比下降9.3%。进入5月份以来，人民币汇率继续走低，但5月5日~12日日均外汇成交量294亿美元，较4月20日~29日人民币急跌时期的日均成交量下降了15.1%（见图表8）。这或表明这波人民币快速调整并未引发市场恐慌，激化外汇供求失衡。

图表 8. 银行间市场即期询价外汇成交量及人民币汇率



资料来源: 中国外汇交易中心, 万得, 中银证券

注: (1) 2022 年 4 月之前, 为月均外汇成交量和月末人民币汇率中间价; (2) 2022 年 4 月 1 日至 5 月 12 日, 为日外汇成交量和人民币汇率中间价。

**风险提示: 地缘政治局势发展超预期, 海外主要央行货币紧缩超预期。**

## 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士，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