

2月外汇市场分析报告

人民币汇率回调，“结汇潮”姗姗来迟

2月份，人民币汇率出现回调，触发市场结汇需求，证券投资跨境资金流动指标经历了上月大幅净流入之后均有所修复。

- 2月份，人民币汇率跟随美元回调，中间价累计贬值2.8%，显示2022年11月初以来“强预期、弱现实”下的人民币汇率反弹暂告一段落。受前期升值影响，汇率对出口企业财务状况影响持续。当月，CFETS人民币汇率指数与上月持平，参考BIS和SDR货币篮子的汇率指数转跌。
- 2月份，远期结汇需求大幅增加，带动银行结售汇总顺差从上月80亿美元增至214亿美元。境内外汇市场价跌量升，或反映人民币贬值触发市场结汇需求。当月，收汇结汇率环比升幅明显，显示春节过后“结汇潮”不期而至，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。
- 2月份，证券投资涉外收付款和结售汇差额双双逆转，资本外流情况较上年同期有所加剧，货物贸易继续发挥稳定跨境资金流动的基本盘作用。当月，股票通项下资金延续上年11月份以来的净流入态势，但净流入规模降至19亿元。
- 2月份，境内本外币利差倒挂程度基本与上月持平，银行代客远期购汇签约仅小幅增加，而远期结汇签约增幅较大，或反映了相关市场主体倾向于看多人民币汇率，增加远期结汇签约以防范人民币升值风险。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，主要央行货币紧缩超预期，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

《1月外汇市场分析报告：在岸市场驱动汇市开门红，外资回流势头强劲》20230216

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

3月15日，国家外汇管理局发布了2023年2月份外汇收支数据。现结合最新数据对2月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

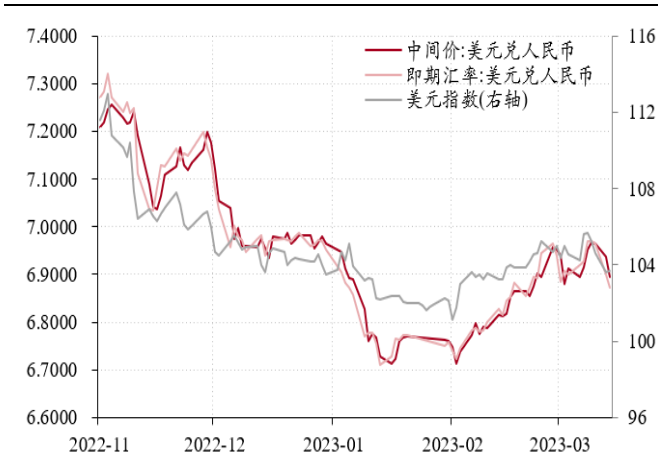
人民币兑美元回调，但对出口企业财务影响持续，汇率指数表现不一

离岸市场驱动人民币汇率回调。2月份，由于美国非农数据、通胀数据接连超出市场预期，美元指数出现明显反弹，从1月末的102.1最高升至105上方，全月累计上涨2.8%。当月，人民币汇率中间价最低跌至6.9572，盘中即期汇率最低跌至6.9739，最后一个交易中间价和收盘价（境内银行间市场下午四点半收盘价，下同）均出现小幅回升，较上月末累计分别贬值了2.8%、2.6%，显示2022年11月初以来“强预期、弱现实”下的人民币汇率反弹暂告一段落（见图表1）。当月，离岸人民币汇率（CNH）继续弱于在岸人民币（CNY），CNH盘中最低跌至6.9896，境内外汇差月度均值由上月+13个基点扩大至+123个基点（见图表2）。

汇率对出口企业财务影响持续。受前期人民币大幅升值影响，2月份，滞后3个月和滞后5个月收盘价均值继续上涨，前者涨幅仅由上月6.3%收窄至5.0%，不过仍处于历史高位，后者涨幅由0.2%扩大至2.8%，为2021年4月以来新高，显示人民币汇率对出口企业，尤其是出口收款账期较短企业的财务状况影响仍然较大（见图表3）。

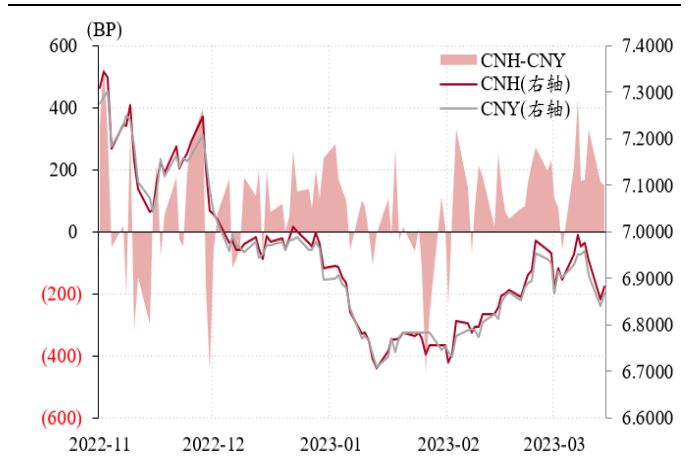
三大人民币汇率指数表现不一。2月份，在银行间外汇市场（CFETS）交易的24种货币中，人民币兑9种货币升值（兑日元升值1.6%），兑其他15种货币贬值（兑英镑、欧元和美元分别贬值0.5%、0.5%和2.8%）。当月，CFETS人民币汇率指数与上月持平，而参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数结束此前两个月持续上涨，累计分别下跌0.3%、1.5%（见图表4）。

图表 1. 境内人民币汇率与美元走势



资料来源: Wind, 中银证券

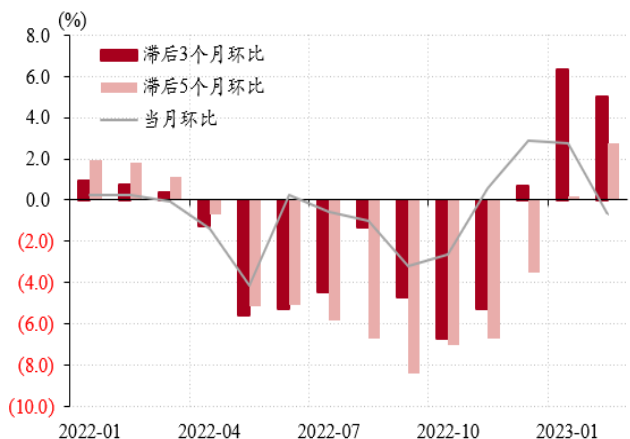
图表 2. 境内外人民币汇率差价



资料来源: ICAP, Wind, 中银证券

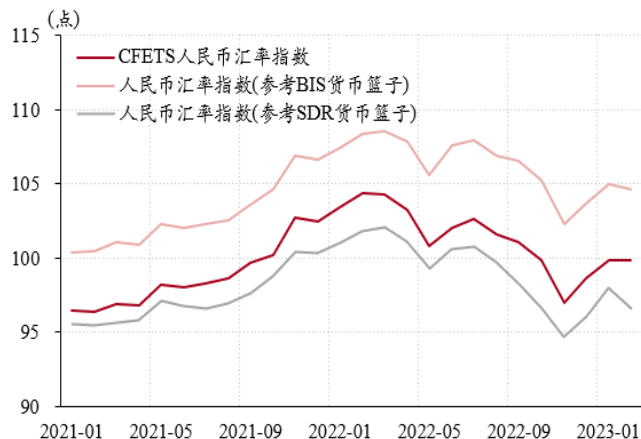
注: CNH 相对 CNY 偏离为正代表 CNH 偏弱, 为负代表 CNH 偏强。

图表 3. 人民币汇率收盘价均值变动情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 人民币汇率指数表现



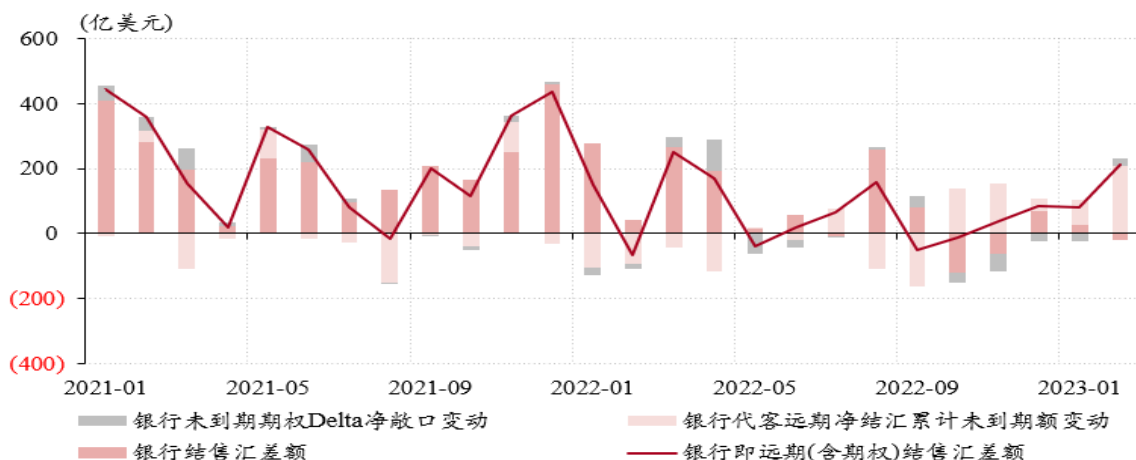
资料来源: Wind, 中银证券

境内外汇供求盈余明显增加，汇率杠杆调节作用正常发挥

银行结售汇总顺差额大幅增加。2月份，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）顺差规模明显增加，由上月80亿美元增至214亿美元，为2022年4月以来新高。其中，银行即期结售汇由上月顺差25亿美元转为逆差19亿美元（银行自身结售汇由上月顺差19亿美元转为逆差35亿美元；代客结售汇顺差小幅扩大，由上月6亿美元升至17亿美元）；未到期期权Delta敞口净结汇余额结束了此前四个月持续减少态势，环比增加25亿美元；远期净结汇累计未到期额继续增加，环比增幅由上月77亿美元大幅升至207亿美元，是银行结售汇总顺差扩大的主要贡献项（见图表5）。

人民币贬值触发市场结汇需求。2月份，境内银行间市场即期询价成交量继续上升，日均交易量从上月319亿美元升至370亿美元，当月20个交易日中有9个交易日成交量超400亿美元。尤其是，2月27日，即期询价成交量飙升至574亿美元，为2021年以来新高。当天，人民币汇率盘中最低跌至6.9739，为年初以来新低，下午四点半收盘价升至6.9645（见图表6）。不同于1月份的外汇交易放量，2月份境内外汇市场价跌量升，或反映市场主体结汇需求增加，与最新的结汇意愿数据表现一致。当月，剔除远期履约额之后的银行代客结汇占涉外外币收入比重（收汇结汇率）环比上升6.4个百分点至58.1%，而银行代客售汇占涉外外币支出比重（付汇购汇率）环比仅上升0.5个百分点，二者差额由7.3个百分点收窄至1.4个百分点（见图表7）。这表明春节过后“结汇潮”不期而至，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。

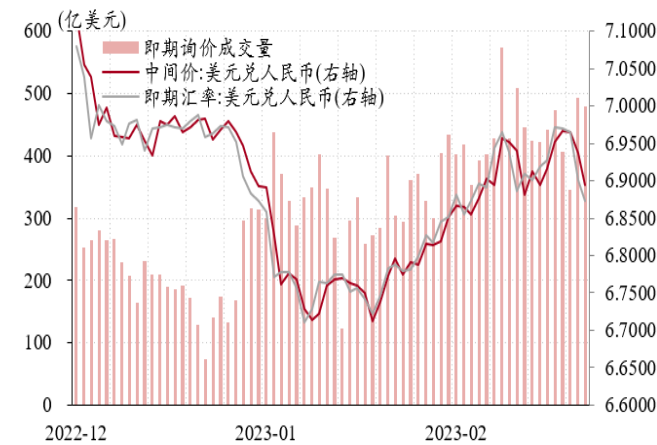
图表 5. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

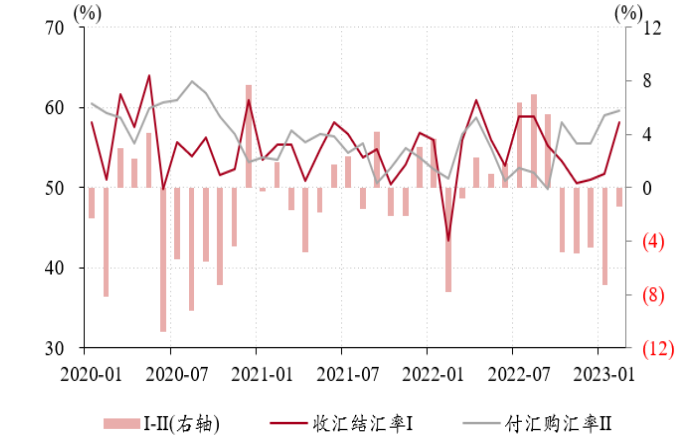
注: 银行即远期(含期权)结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 6. 境内人民币汇率与即期询价成交量



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 市场整体结售汇意愿变化



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

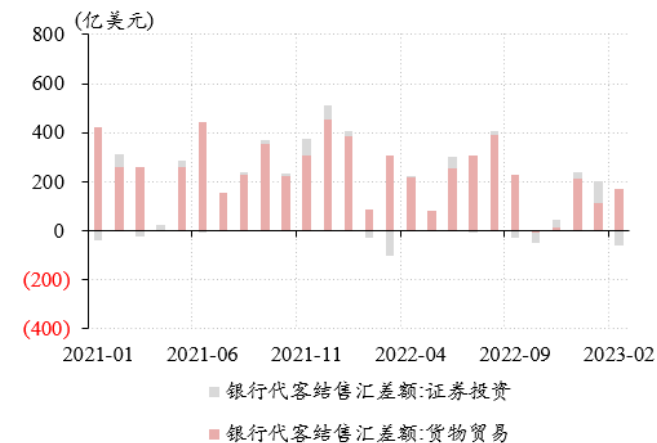
注: (1) 收汇结汇率= (银行代客结汇-远期结汇履约)/银行代客涉外外币收入, 付汇购汇率= (银行代客购汇-远期购汇履约)/银行代客涉外外币支出; (2) 远期结(购) 汇履约=上月远期结(购) 汇累计未到期额+当月远期结(购) 汇签约-当月远期结(购) 汇累计未到期额。

证券投资涉外收付款和结售汇差额双双逆转, 股票通项下资金净流入明显放缓

各项证券投资跨境资金流动指标在经历了 1 月份的大幅净流入之后, 2 月份均有反复。当月, 证券投资项下涉外收付款由此前两个月顺差转为逆差 104 亿美元, 是银行代客涉外收付款由顺差转为逆差的主要原因, 贡献率高达 72%; 证券投资项下结售汇由此前三个月顺差转为逆差 61 亿美元。不过, 同期货物贸易项下涉外收付款和结售汇顺差分别为 246 亿、172 亿美元, 明显大于证券投资同类项目逆差, 显示货物贸易继续发挥了稳定跨境资金流动的基本盘作用(见图表 8、9)。前 2 个月, 可比口径的货物贸易顺收与顺差的背离为 523 亿美元, 同比增加 67%; 与海关进出口总额之比为 5.8%, 同比上升 2.6 个百分点, 表明资本外流压力较上年同期有所上升(见图表 10)。

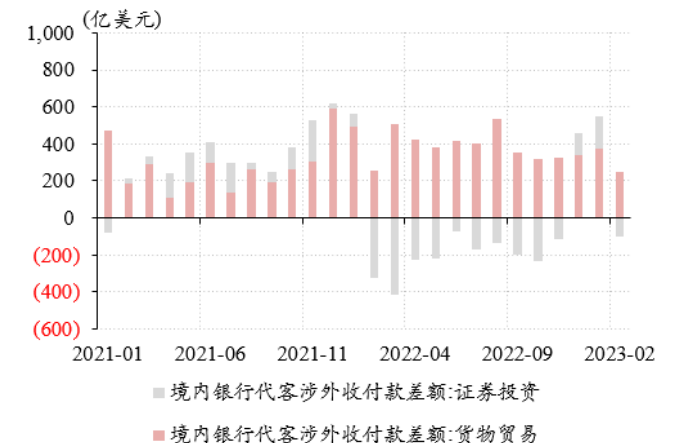
2 月份, 陆股通项下(北上) 累计成交额在 1 月份创历史新高的净流入之后转向均值回归, 虽然继续保持净流入, 但规模大幅收窄, 由上月 1413 亿元降至 93 亿元, 为近四个月以来最低。全月, 20 个交易日中有 9 个交易日为净流入, 单日净流入规模超 100 亿元的只有 1 个交易日。受美联储紧缩预期影响, 2 月份恒生指数大幅回落, 港股通项下(南下) 资金净流入规模有所增加, 由上月 5 亿元增至 74 亿元, 全月 20 个交易日中净流入和净流出交易日数量各占一半。陆股通与港股通累计净买入成交额轧差后, 股票通项下资金延续上年 11 月份以来的净流入态势, 不过净流入规模由上月 1408 亿元降至 19 亿元(见图表 11)。

图表 8. 货物贸易与证券投资银行代客涉外收付款差额



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 9. 货物贸易与证券投资项下银行代客结售汇差额



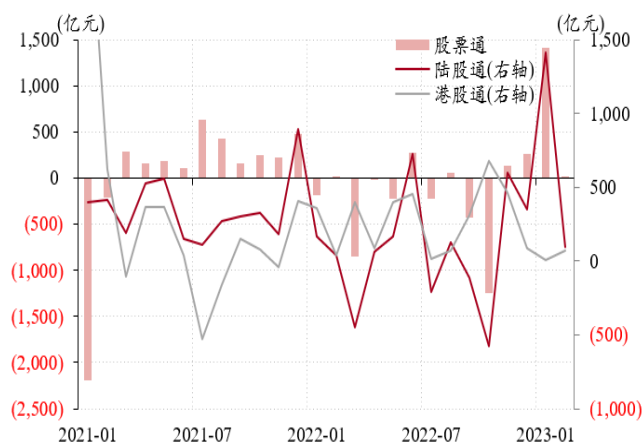
资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 10. 货物贸易顺差顺收缺口及占比情况



资料来源：海关总署，国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 11. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



资料来源：Wind，中银证券

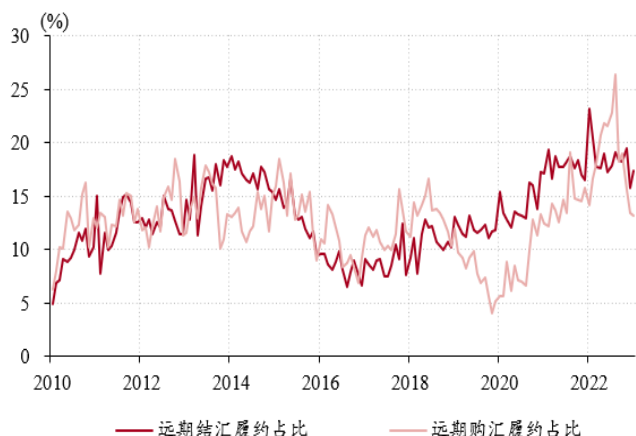
市场主体仍以防范人民币升值风险为主，远期结汇需求大增

2 月份，远期结汇履约占比环比上升 1.5 个百分点至 17.3%，而由于外汇风险准备金率政策影响，前期市场远期购汇需求骤减，因此 2 月份远期购汇履约占比继续维持低位，环比回落 0.2 个百分点至 13.2%，已经连续三个月低于远期结汇履约占比，显示此前市场主体以防范人民币升值风险为主，有助于减轻人民币升值对外贸企业的财务冲击（见图表 12）。

2 月份，境内本外币利差倒挂程度与上月基本持平，境内美元/人民币掉期负值较为稳定，银行代客远期购汇签约额环比仅增加 18 亿美元至 132 亿美元，仍处于 2020 年 9 月以来低位，不过远期结汇签约额明显增加，由上月 232 亿美元增至 415 亿美元，带动远期净结汇由 118 亿美元升至 283 亿美元（见图表 13、14）。在剔除远期净结汇履约额 76 亿美元之后，远期净结汇累计未到期额增加 207 亿美元，是境内外汇供求盈余的主要贡献项（见图表 5）。

2 月份，远期购汇对冲比率环比微升 0.4 个百分点至 5.1%，与远期结汇对冲比率差距进一步拉大，后者环比上升 7.8 个百分点至 16.4%，为 2022 年 5 月以来新高，或反映了相关市场主体倾向于看多人民币汇率，增加远期结汇签约以防范人民币升值风险（见图表 15）。

图表 12. 银行代客结售汇中的远期履约占比变动情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

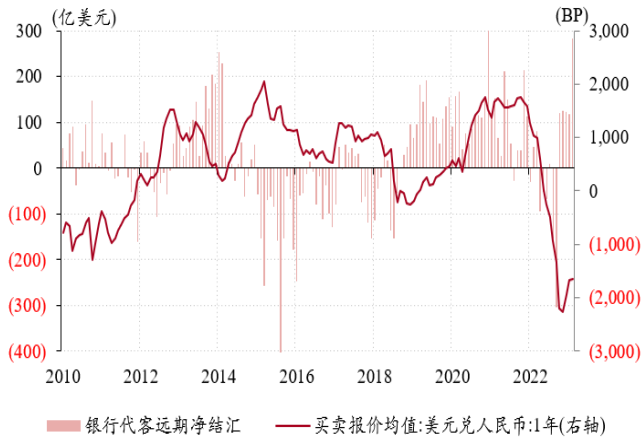
注：远期结（购）汇履约占比=银行代客远期结（购）汇履约额/银行代客结（购）汇额。

图表 13. 境内本外币利差与美元/人民币掉期



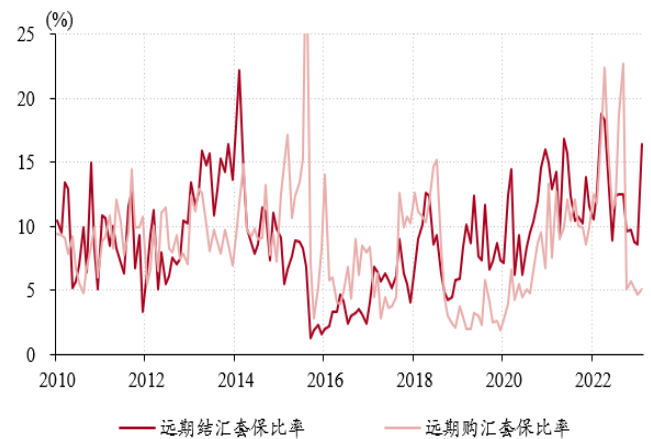
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 14. 远期净结汇签约额与境内美元/人民币掉期



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

图表 15. 远期结售汇对涉外外汇收付的套保比率变动情况



资料来源: 国家外汇管理局, 中国货币网, 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: 海外金融风险超预期, 主要央行货币紧缩超预期, 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转载或转发的，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