

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

双向浮动下，汇率自发调节作用加强

——外管局新闻发布会的几个看点

正文：

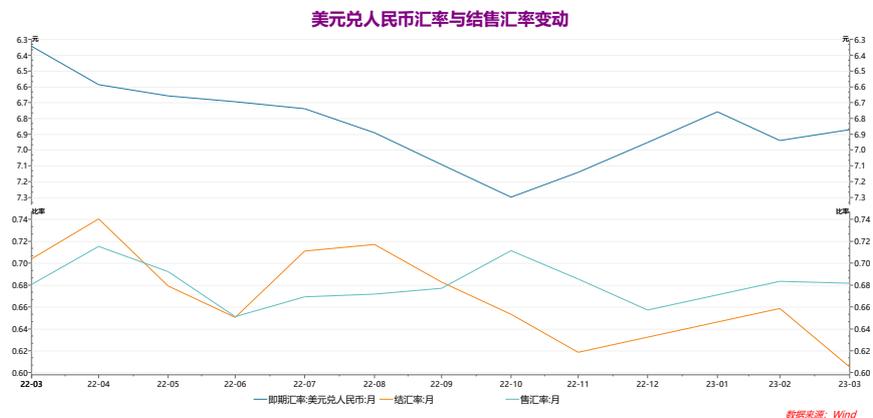
今天，外汇管理局除了公布3月的结售汇和银行代客收付款数据外，其发言人王春英在新闻发布会上的发言也受到了市场的关注，结合近期的经济数据和市场走势，其新闻发布会上有几个看点。

一是人民币汇率在双向浮动下，发挥对外汇市场供求关系的自发调节作用确实得到了加强，即出现所谓逢高结汇和逢低购汇模式：在人民币汇率走低的情况下，结汇增加，售汇相对减少，而当人民币汇率走高时候，结汇减少，售汇相对增加。

这种变动相对于售汇看，结汇更加明显。今年以来，1月再人民币大幅走高时，结汇明显减少，尽管有所谓的年底结汇拥挤效应，而在人民币汇率走高的2月，结汇蜂拥而出，3月人民币汇率小幅回升，结汇率再度回落。

从一季度的情况看，初步判断，在美元兑人民币在6.95元以上，接近7元时，结汇率就会有明显上升，而在在美元兑人民币汇率在6.85元以下，接近7元时，结汇率就会有明显回落。

图1：美元兑人民币汇率与结售汇率变动



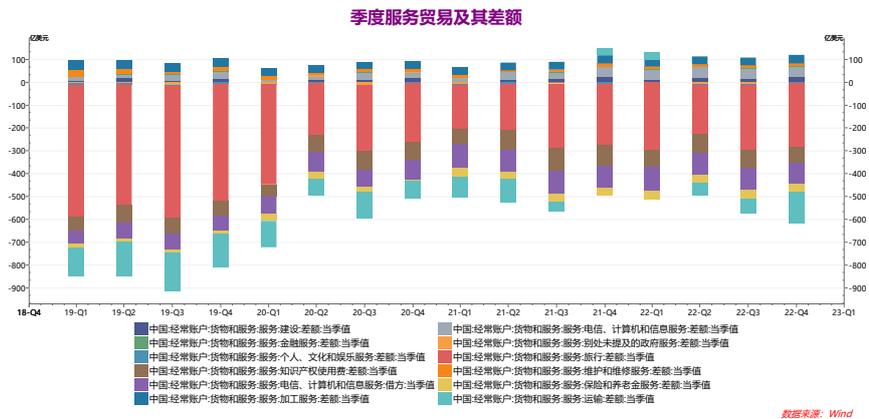
数据来源：Wind、银河期货

二是在谈到经常项目称，发言人称，经常项目将保持持续合理顺差。这意味着经常项目再贸易收支顺差的支持下，将继续保持顺差，但不是巨额顺差，而是合理规模的顺差。去年的巨额逆差已经难以再现。

从三月的结售汇和代客收付款数据看，经常项目继续顺差，但顺差数据减少，贸易收支继续保持较大顺差，但服务贸易逆差扩大。这是因为人员流动加大等所致。

我们注意到，在服务贸易方面，发言人特别强调了在数字服务贸易方面的优势。从近期公布的国际收支看，服务贸易最大的逆差项目是旅游和知识产权使用费等，最大的顺差项目是计算机服务和加工服务等。

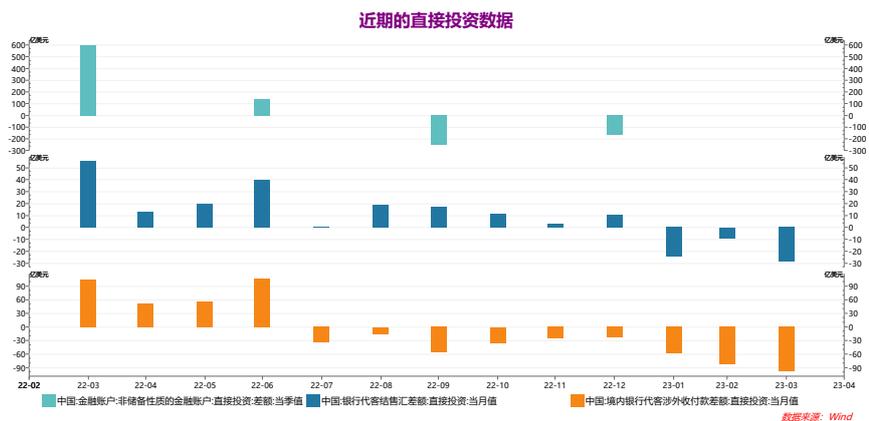
图2：季度经常项目中服务贸易分项差额



数据来源：Wind、银河期货

三是直接投资是市场的关注点。从季度国际数据看，还是从月度的结售汇数据和银行代客收付款数据看，直接投资出现了多月的逆差。

图3：近期的直接投资数据



数据来源：Wind、银河期货

发言人谈到了稳外资和稳外贸问题，从上图看，稳外资面临的挑战更大。从我国在全球价值链的国际分工看，稳外资的意义也比稳外贸更大，稳外资的效果将直接影响到稳定外贸。

四是企业外汇风险及其管理问题。发言人称，将降低中小企业套保成本，同时，在国资委合作，编写国有企业外汇风险管理指引等文件。而事实上，去年，外管局已经出了一份企业外汇风险管理的指引。

在谈到外汇风险管理上，发言人除了谈到利用外汇市场进行套保外，还谈到了利用人民币进行结算和利用贸易融资，进行迟付或者早付、迟收或者早收，改变货款回笼速度即所谓的“提前或滞后收付”策略等改变商业合同策略进行外汇风险的管理。

五是人民币结算问题。用人民币结算确实可以在一定程度上防范外汇风险，也有利于推动人民币国际化，确实人民币在对外收付方面比重近年有很大的提高，外管局发言人也称已经提升到近50%。

图4：人民币在对外收付中占比

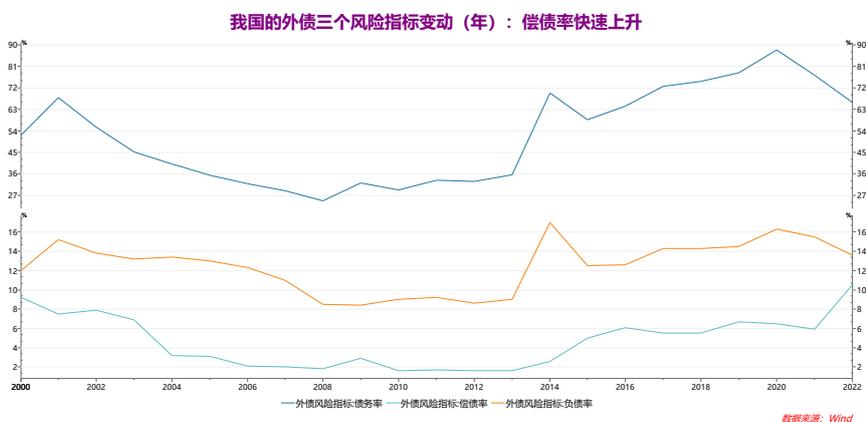


数据来源：Wind、银河期货

但是，上述数据包括了陆港通、债券通、RQFII 下的人民币收付。如果在贸易收支下，人民币的收付占比在 20% 以下。2020 年的数据显示，人民币在货物贸易下的结算占比在 14.8%。因此，在这个意义上，人民币结算的提升还有很长的路要走，还有很大的空间。

外债总体可控，正如发言人称，多项指标低于国际警戒线。

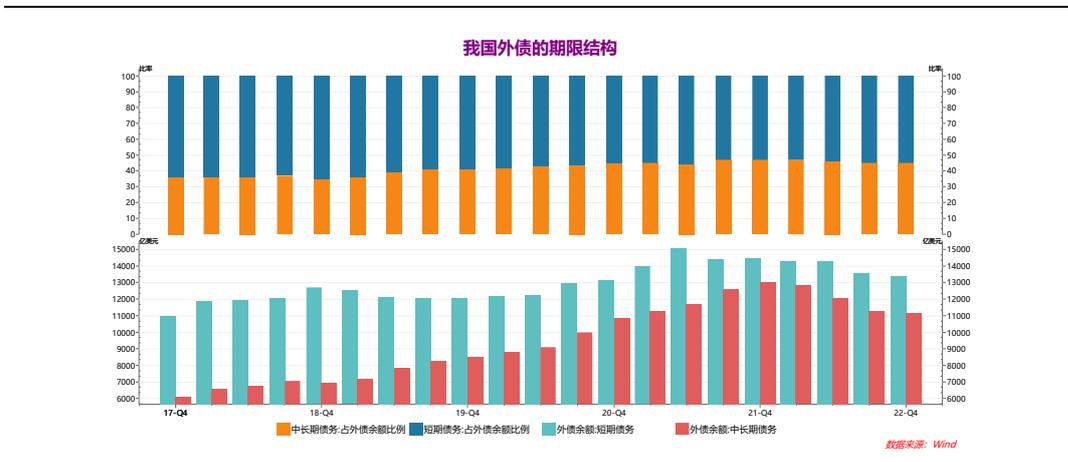
图5：我国的外债三个风险指标变动（年）



数据来源：Wind、银河期货

总体看，债务风险总体应当可控，但是我国的短债占比依旧过高，去年四季度达到，国际警戒线为。从外债的期限结构看，短期债券的比重四季度依旧报 55%，从国际警戒线 25% 的短债比率看，我国的短债比率也明显偏高。而且，不少企业以海外机构名义在海外筹资，不在我国外债统计范畴之中。

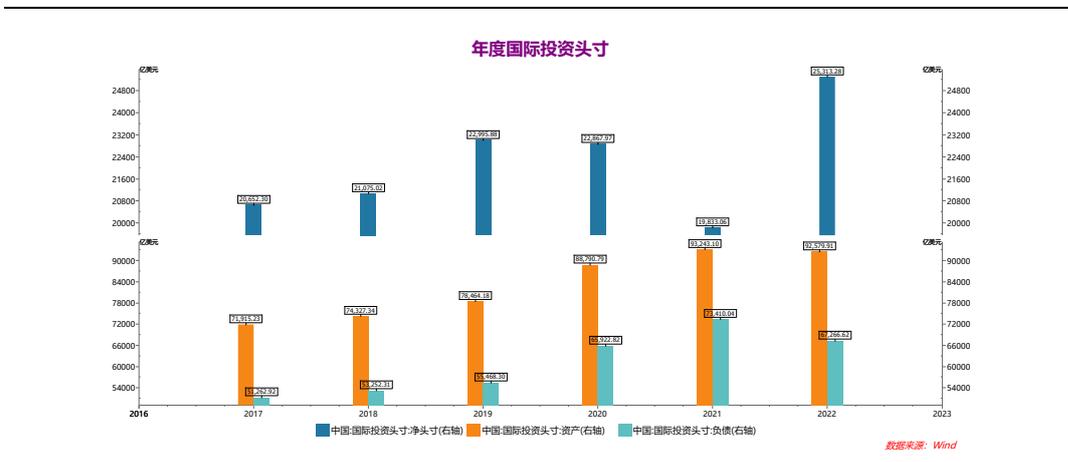
图6：我国外债的期限结构



数据来源：Wind、银河期货

七是国际投资头寸地位问题。正如发言人称，中国国际投资头寸表统计显示，我国是对外净债权国。但是，扣除掉我国国际储备资产，我国的国际投资头寸是负值，即是净债务国。利用外资发展经济依旧是对外经济合作的主要模式。

图7：年度国际净投资地位

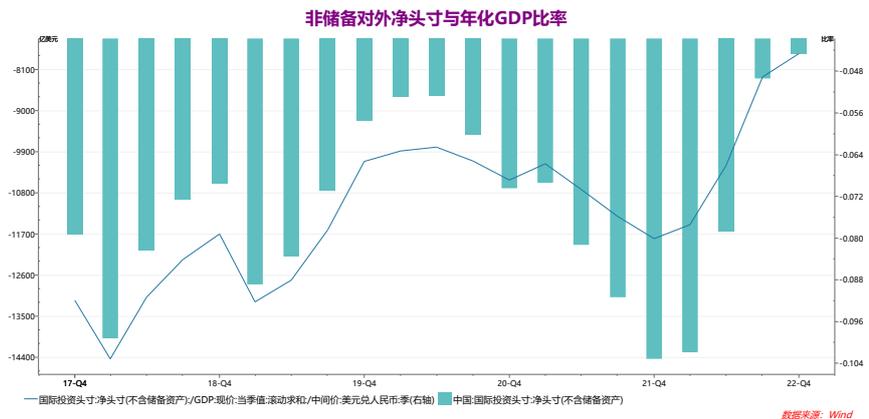


数据来源：外汇管理局、Wind、银河期货

国际投资头寸与储备资产的差值反映了民间资本的错配情况。四季度，特别是 2022 年全年民间资本的错配情况有所改善。

民间对外净负债占名义 GDP 的比率为 4.46%，低于前值的 4.91%。部分因素在于人民币汇率的回落。历史上，在 2015 年 6 月该比率一度达到 21.8%，当月的民间对外净负债达到 2.37 万美元。

图8：非储备对外净头寸与年化GDP比率

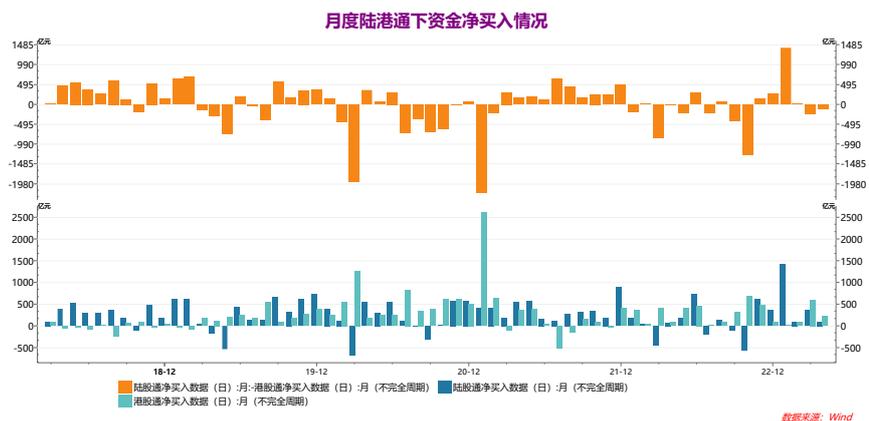


数据来源：Wind、银河期货

八是证券投资账户问题。发言人称，在我国证券市场中，无论债券还是股票外资占比都是偏低的，所以外资投资空间还是比较大。中国国内股票估值低，投资前景良好。无论从市盈率还是市净率等指标看，当前 A 股的估值相对偏低，所以投资价值比较高，而且潜在风险比较低。而人民币债券价格稳定、投资回报稳定。人民币债券投资回报波动率在全球处于低位，回报波动率比较低意味着投资回报更加稳定。经测算，去年人民币国债指数月度回报年化波动率是 2.4%，美债的波动率水平是 6.6%。

从实际数据看，陆港通下，除了一月出现北上资金巨额净买入的外，其余各月出现净卖出，说明我国股市的投资价值还有很大开发空间。

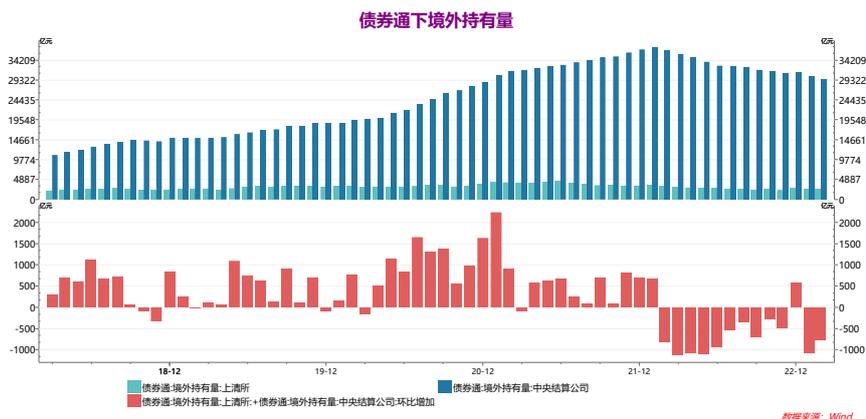
图9：月度陆港通下资金净买入情况



数据来源：Wind、银河期货

债券方面，去年 12 月的债券通下境外投资者持有量有所增持后，今年 1 月再度减少 1065 亿元，2 月继续减少了 763 亿元，3 月数据报有待公布。但是，外管局发言人今天说，3 月环比回升。

图10：债券通下境外持有量



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资

判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799