

4月外汇市场分析报告

经济复苏预期部分兑现，汇率继续窄幅盘整、外汇重新供大于求

4月份，人民币双边汇率保持窄幅震荡，境内外汇重回供大于求状态，证券投资项下资金净流出压力总体可控，远期结汇对冲比率仍显著高于远期购汇。

- 4月份，美元指数累计下跌，人民币时点汇率贬值，但月均汇率升值；人民币汇率对出口企业财务影响减弱；多边汇率指数环比跌幅有所扩大。
- 4月份，境内外汇重回供大于求状态，汇率杠杆调节作用仍然正常发挥，居民跨境出行需求修复带动服务贸易结售汇逆差同比增加。
- 4月份，证券投资项下跨境资金为净流出，但2023年以来外资净流出规模大幅收敛，陆股通与债券通北上资金合计净流出规模同比下降84.4%。
- 4月份，远期结汇对冲比率仍显著高于远期购汇，反映了前期央行上调远期购汇外汇风险准备金率的影响。自该项政策实施以来，即远期购汇意愿“此消彼长”，结果是，2023年前4个月，银行即期结售汇由上年同期顺差转为逆差，而银行即远期（含期权）结售汇顺差同比仅小幅下降。
- **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

《2月外汇市场分析报告：人民币汇率回调，“结汇潮”姗姗来迟》20230316

《3月外汇市场分析报告：人民币汇率演绎基准情形，境内外汇供求延续基本平衡》20230427

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

5月15日，国家外汇管理局发布了2023年4月份外汇收支数据。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：

4月份人民币双边汇率保持窄幅震荡，多边汇率指数继续下跌

人民币时点汇率贬值但月均汇率升值。4月份，美元指数基本在101~102附近震荡，累计下跌0.9%，而上半月人民币汇率保持窄幅震荡，下半月离岸市场驱动境内人民币贬值（CNH与CNY日均差距由上半月+52个基点扩大至+96个基点）。4月18日，国家统计局发布的一季度经济数据显示，经济运行实现良好开局但也存在隐忧，国内经济复苏预期部分兑现引发人民币汇率波动。到月末，人民币汇率中间价和境内银行间外汇市场下午四点半收盘价（下同）分别收至6.9240、6.9284比1，较4月17日各下跌了0.8%，与全月跌幅大体相当。当月，中间价和收盘价最大振幅分别为0.9%、1.2%，前者为2022年3月以来新低，后者为2022年8月以来新低。由于全月二者波幅有限，因此中间价和收盘价月度均值仍较上月小幅升值，涨幅分别为0.2%、0.1%（见图表1、2）。

人民币汇率对出口企业财务影响减弱。4月份，人民币汇率滞后3个月环比的收盘价均值在连续四个月前上涨之后转为下跌，跌幅为1.5%，滞后5个月环比的收盘价均值涨幅由上月4.6%降至4.2%，意味着汇率对出口企业的财务状况影响有所减弱，尤其是出口收款账期较短的企业（见图表3）。

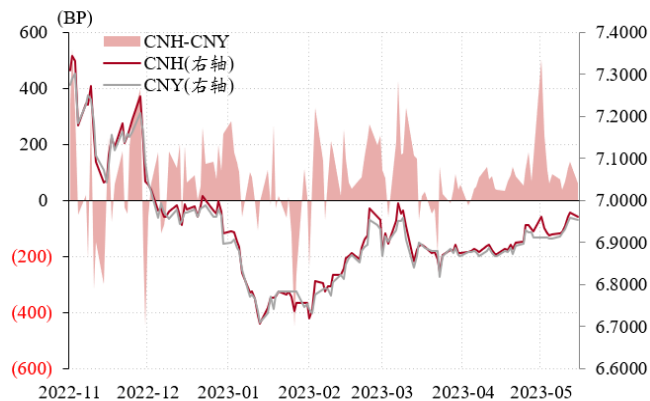
人民币多边汇率指数环比跌幅有所扩大。4月份，在银行间外汇市场（CFETS）交易的24种货币中，人民币兑8种货币升值，兑其他16种货币贬值（兑日元、美元、英镑、欧元分别贬值0.1%、0.8%、1.6%、1.9%）。当月，CFETS人民币汇率指数跌幅由上月0.03%扩大至0.28%；参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数延续此前两个月跌势，分别回落0.5%、1.1%（见图表4）。

图表 1. 境内人民币汇率与美元走势



资料来源：Wind，中银证券

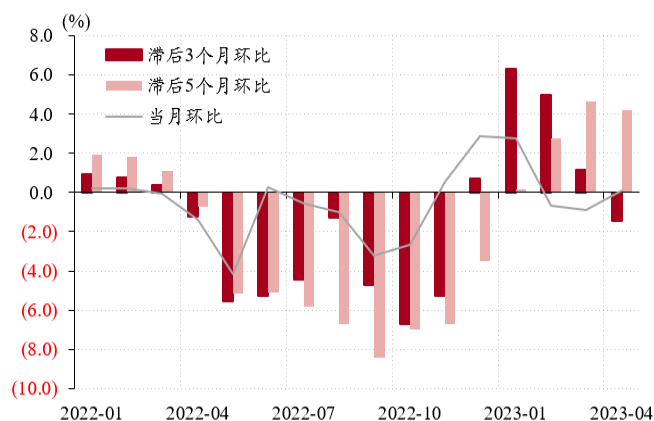
图表 2. 境内外人民币汇率差价



资料来源：ICAP，Wind，中银证券

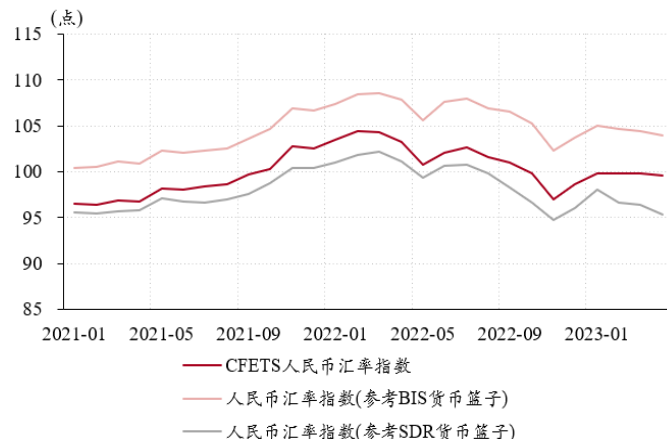
注：CNH 相对 CNY 偏离为正代表 CNH 偏弱，为负代表 CNH 偏强。

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

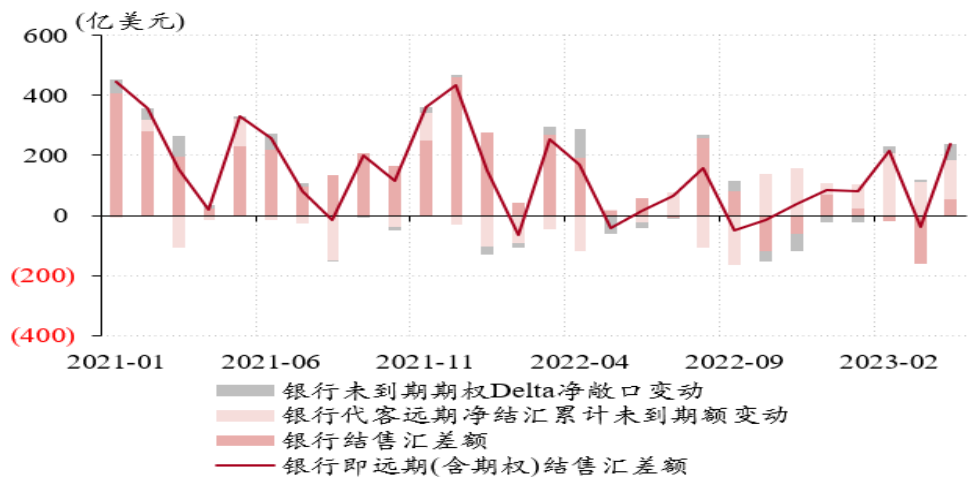
境内外汇重回供大于求状态，汇率杠杆调节作用仍然正常发挥

银行结售汇重新转为顺差。4月份，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）由上月逆差39亿美元转为顺差237亿美元，创2022年4月以来新高。其中，银行即期结售汇在连续两个月逆差之后转为顺差55亿美元（银行自身结售汇由上月逆差4亿美元转为顺差8亿美元；代客结售汇由逆差155亿美元转为顺差47亿美元），是银行结售汇总差额由负转正的主要贡献项；远期净结汇累计未到期额环比增幅由上月113亿美元升至128亿美元；未到期期权Delta敞口净结汇余额环比增幅由6亿美元升至55亿美元（见图表5）。

市场主体结汇意愿明显增强。4月份，货物贸易结售汇顺差由上月166亿美元增至262亿美元，贡献了银行代客结售汇顺差环比增幅的48%，但货物贸易涉外收付款顺差由上月382亿美元收窄至282亿美元，或反映外贸企业结汇意愿有所增强，与市场整体结汇意愿变化一致。当月，剔除远期履约额的收结汇率为57.6%，环比上升9.9个百分点，大于付汇购汇率增幅3.8个百分点。2022年11月至2023年4月（本轮人民币汇率反弹期间），市场收结汇率和付汇购汇率均值分别为52.8%、58.7%，与2022年3月至2022年10月（前期人民币贬值期间）相比，前者下降3.7个百分点，后者上升4.5个百分点，显示外汇市场遵循“低（升值）买高（贬值）卖”的规律保持正常运行（见图表6、7）。

服务贸易结售汇逆差同比增加。4月份，服务贸易结售汇逆差由上月126亿美元收窄至74亿美元，贡献了银行代客结售汇顺差环比增幅的26%，服务贸易涉外收付逆差由上月92亿美元收窄至63亿美元。从同比来看，4月份服务贸易结售汇逆差显著低于疫情前同期规模，但高于2020~2022年同期水平，显示国内疫情防控政策转变后，居民跨境出行需求仍处于修复过程。1-4月份，服务贸易结售汇逆差合计341亿美元，同比增长98.2%；服务贸易收付逆差合计256亿美元，增长86.7%（见图表8、9）。

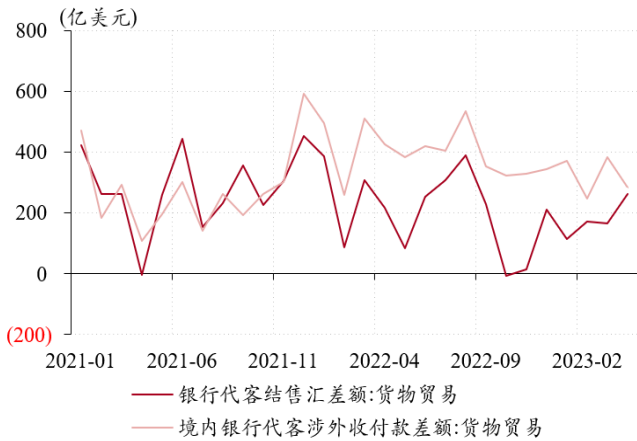
图表5. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

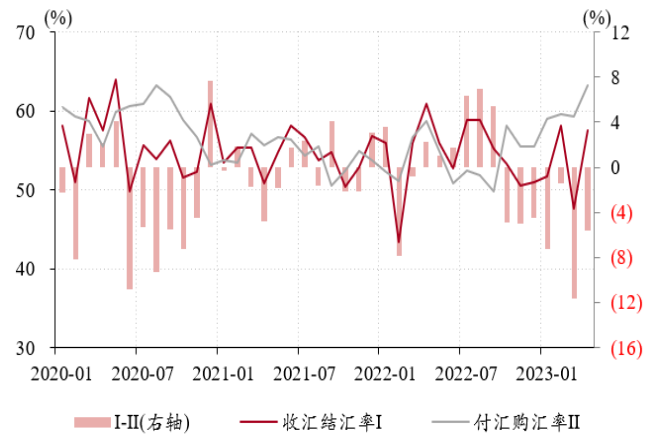
注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 6. 货物贸易结售汇差额与涉外收付款差额



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

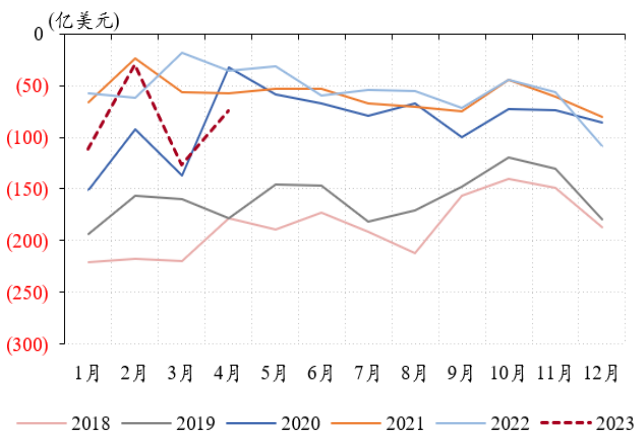
图表 7. 市场整体结售汇意愿变化（剔除远期履约）



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

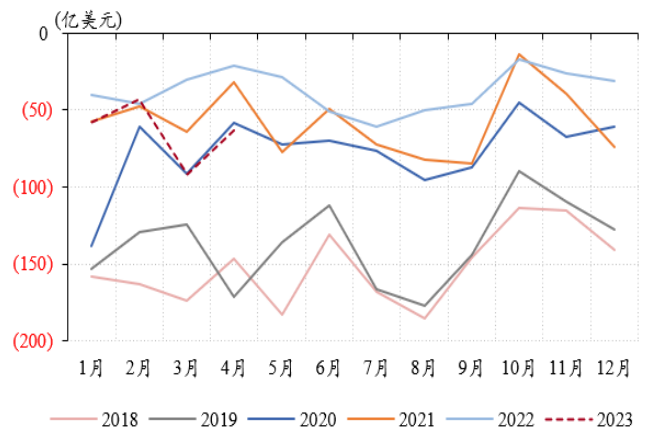
注：(1) 收汇结汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付汇购汇率=（银行代客购汇-远期待购汇履约）/银行代客涉外外币支出；(2) 远期结（购）汇履约=上月远期结（购）汇累计未到期额+当月远期结（购）汇签约-当月远期结（购）汇累计未到期额。

图表 8. 服务贸易结售汇差额



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 9. 服务贸易涉外收付款差额



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

证券投资项下跨境资金为净流出，但净流出压力总体可控

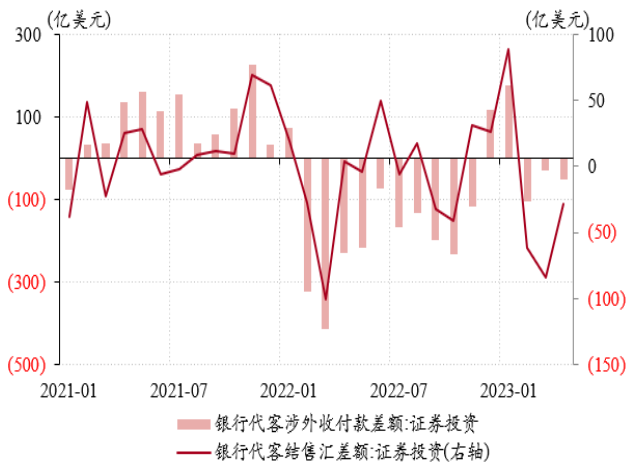
4 月份，证券投资项下涉外收付款逆差由上月 28 亿美元扩大至 51 亿美元，不过明显小于 2022 年 2 月至 11 月月均 211 亿美元的逆差规模；证券投资项下结售汇差额总体偏小，逆差由上月 84 亿美元进一步降至 28 亿美元，表明上年末以来证券投资项下跨境资金流出压力明显减轻。前 4 个月，证券投资项下涉外收付逆差累计 6 亿美元，同比下降 99.4%（见图表 10）。

4 月份，陆股通项下（北上）累计成交额连续五个月净流入之后转为净流出 46 亿元，全月 16 个交易日中有 8 个交易日为净流出，其中 4 月 21 日~25 日 A 股调整幅度较大，沪深 300 单日分别下跌 2.0%、1.2%和 0.5%，北上资金单日分别净流出 76 亿、38 亿和 49 亿元；港股通项下（南下）资金净流入规模收窄，由上月 590 亿元降至 274 亿元，不过全月 17 个交易日中只有 2 个交易日出现净流出；陆股通与港股通累计净买入成交额轧差后，股票通项下资金维持净流出，净流出规模由上月 236 亿元增至 320 亿元人民币（见图表 11）。

4月份，债券通项下（北上）跨境资金流动方向再次逆转，境外机构由上月增持35亿元转为减持417亿元。上清所数据显示，境外机构由上月净增持336亿元转为净减持136亿元，主要贡献项仍然是同业存单，在连续两个月净增持之后转为净减持92亿元。中债登数据显示，2022年2月以来，除2022年12月以外，其他月份境外机构均在减持人民币债券，4月份减持规模变化不大，由上月301亿元收窄至281亿元，其中国债净减持规模连续三个月收窄，由上月278亿元降至117亿元，政策性银行债则由上月小幅净增持3亿元转为净减持155亿元人民币（见图表12、13）。

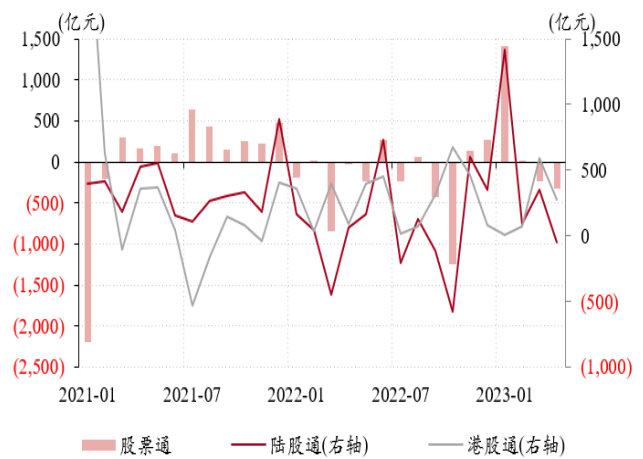
2023年以来，证券投资项下外资虽然继续净流出，但规模大幅收敛。前4个月，陆股通与债券通北上资金合计，累计净流出396亿元人民币（其中1、3月份为合计净流入），同比下降84.4%（见图表11、12）¹。

图表 10. 证券投资结售汇差额和涉外收付款差额



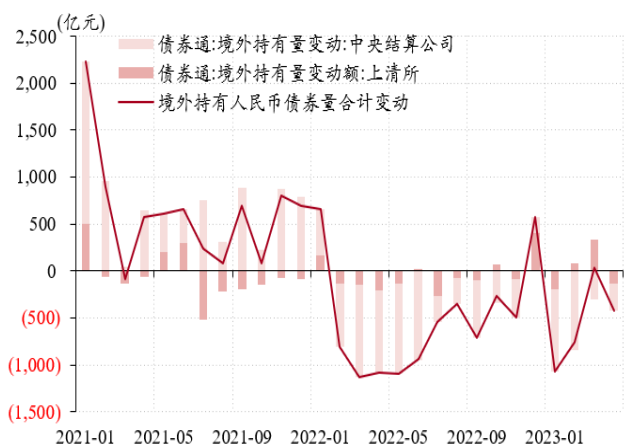
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 11. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



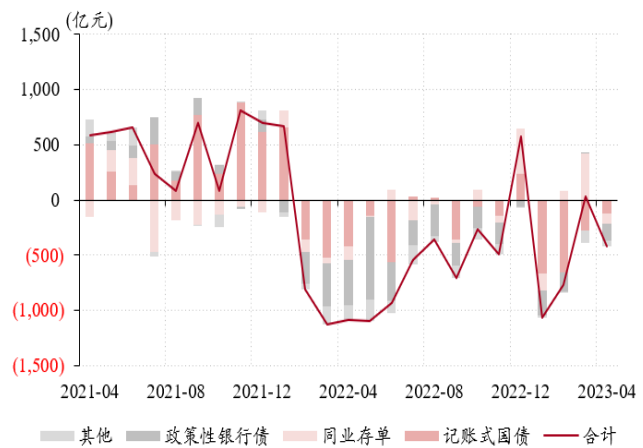
资料来源：Wind，中银证券

图表 12. 境外机构持有人民币债券变动情况



资料来源：中债登，上清所，中银证券

图表 13. 境外机构持有人民币债券构成变动情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

在前期外汇风险准备金政策影响下，远期结汇对冲比率仍显著高于远期购汇比率

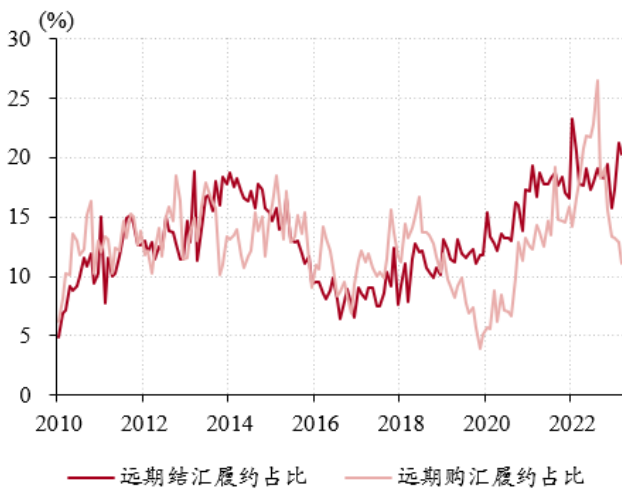
4月份，远期结汇履约占比环比回落0.9个百分点至20.3%，仍然是2022年4月以来次高，历史第四高；远期购汇履约占比环比下降1.8个百分点至11.1%，为2020年11月以来新低；远期结汇履约占比和远期购汇履约占比差距进一步扩大，是2022年10月以来远期结汇对冲比率持续大于远期购汇对冲比率的映射（见图表14）。

¹ 外汇局披露2023年3、4月份外资连续两个月净买入境内证券，可能是股票通、债券通之外的QFII、RQFII、CIBM等其他渠道的北上资金净买入较多。

4 月份，远期结汇对冲比率与购汇对冲比率差距继续扩大。当月，境内本外币利差倒挂程度、境内美元/人民币掉期负值较上月小幅收窄，银行代客远期结汇签约额环比增加 24 亿美元，远期结汇对冲比率环比上升 3.6 个百分点至 16.2%，处于历史高位；远期购汇签约额环比减少 30 亿美元，远期购汇对冲比率微降 0.4 个百分点至 4.2%，创 2020 年 5 月以来新低（见图表 15）。

2022 年 9 月底央行上调远期购汇外汇风险准备金率以来，远期购汇成本增加，导致即期购汇需求扩大。2023 年前 4 个月，市场远期购汇履约率平均为 12.6%，较 2022 年前 9 个月均值低了 7.2 个百分点；付汇购汇率平均为 60.3%，则高出 7.1 个百分点（见图表 14、7）。在即远期购汇意愿“此消彼长”的驱动下，同期，银行即期结售汇由上年同期累计顺差 779 亿美元转为累计逆差 98 亿美元；银行即远期（含期权）结售汇顺差累计 492 亿美元，同比仅下降 3.1%，其中，因远期购汇签约同比降幅（-74.2%）大于远期结汇（-23.9%），远期结售汇签约顺差由上年同期 0.2 亿美元骤升至 941 亿美元，导致银行代客外汇衍生品交易在即期市场平盘，由上年同期累计净买入外汇 271 亿美元转为净卖出 590 亿美元（见图表 5）²。

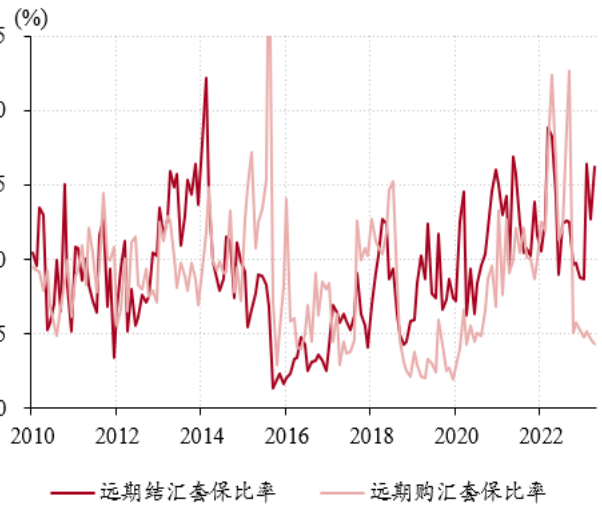
图表 14. 银行代客结售汇中的远期履约占比变动情况



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 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。

² 银行叙作代客结售汇业务，通常在即期外汇市场做一个反向的掉期。故当前银行代客远期净结汇，意味着银行先净拆入相应规模的外汇，在即期市场将外汇提前卖出，然后将获得的人民币收入拆出，按利率平价报出远期结汇的价格（即远掉期点子）。远期到期履约时，客户向银行结汇，银行用到期拆出的人民币支付客户，再用客户卖出的外汇归还前端拆入的外汇。

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