

外资恢复证券投资净流入

--2023年11月外汇收支数据解读

核心观点:

12月15日,国家外汇管理局公布11月银行结售汇和银行代客涉外收付款数据。

我们的分析:

人民币快速升值,贬值预期明显降温。11月人民币汇率打破了持续近2个月较弱势的价格平衡快速升值,11月即期汇率累计升值2.62%至7.1310元。人民币即期汇率和中间价之间的价差、离岸和在岸人民币汇率价差均快速收窄。离岸人民币利率下行至2.91%(10月均值为4.22%),流动性已边际好转。11月人民币升值主要受美元指数快速下行3.01%驱动。离岸和在岸人民币汇率价差收窄,1年期NDF隐含的人民币汇率预期和风险逆转期权均显示贬值预期快速走弱。

市场结汇意愿减弱,购汇意愿增强,并不意味着贬值预期增强,而是行动和预期之间的时滞。11月份,收汇结汇率(剔除远期履约额)环比10月下行1.6pet至50.3%,付汇购汇率(剔除远期履约额)环比上行1.3pet至64.0%。11月境内金融机构外汇存款余额7931亿美元,环比上升87亿美元也可以侧面印证判断。本轮人民币的快速升值启动于11月15日,高频指标显示贬值预期已快速降温,但预期影响结汇、购汇行为存在时滞,预计12月收汇结汇率将转为上升。

外商投资企业利润汇出明显改善,外资流入国内债券市场。11月,银行代客涉外收付款逆差12亿美元,由10月的185亿美元逆差快速收窄,主要由于资本和金融项目贡献(环比上月逆差大幅收窄177亿美元)。从经常项目来看,货物贸易顺差减少,跨境旅行支出、外商投资企业利润汇出由7、8月份季节性峰值逐步回落,更趋平稳。从资本和金融项目来看,直接投资逆差环比增加74亿美元;证券投资结束了连续4个月的逆差,转为顺差130亿美元;11月外资净增持境内债券规模达330亿美元,为历史次高值。债券通项下外资连续三个月净流入,11月外资机构主要净增持国债1128亿元,同业存单867亿元,政策性银行业债494亿元等。股票通项下资金连续4个月净流出,11月净流出189亿元,环比10月净流出规模大幅缩小473亿元。

人民币汇率和跨境资金流动预测:

人民币汇率压力阶段性缓解但回升曲折。12月13日美联储FOMC会议决定继续暂停加息,向市场传递了鸽派信号并展示了对“软着陆”的信心。市场对美联储转向的时间和幅度反应较为激进,CME反映的市场150BP左右的降息预期依然有“抢跑”的嫌疑,未来存在阶段性纠偏的可能,期间市场仍会充满波折,这也意味着美元指数不可能是顺畅下行。其次,中国逆周期政策加码之后,到经济数据的全面好转存在时滞,仍然需要时间来验证。最后,如果中国央行在美联储降息之前使用价格工具,人民币汇率有可能再遇波折,升值也就不是一蹴而就的。

12月跨境资金流动继续改善,基本平衡。美元指数下行、中美利差收窄、人民币汇率压力缓解,升值预期加强将共同推动12月跨境资金流动继续改善。股票和债券外资流动可能分化。债券方面,外资有望继续净增持国债、同业存单等。股票方面,12月上半月,股票股项下资金净流出353亿,流出环比加速(11月全月净流出189亿)。其中北向资金流出加剧,净流出294亿(11月全月净流出18亿)。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

研究助理: 于金潼

风险提示

- 1.美元指数超预期上行的风险
- 2.美联储货币政策超预期的风险
- 3.中国货币政策超预期的风险
- 4.金融市场的风险

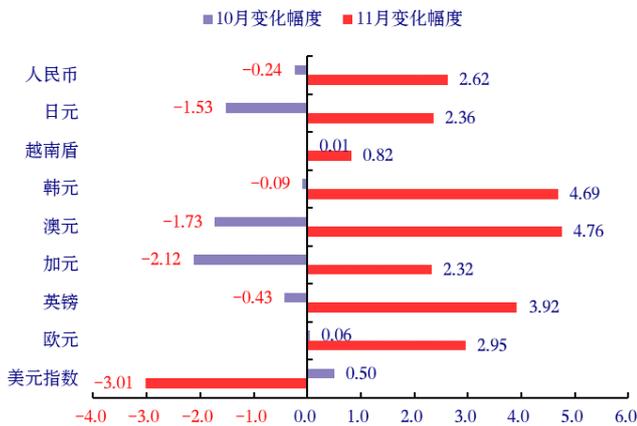
一、人民币快速升值，贬值预期明显降温

人民币汇率自 2023 年年初以来一直保持较为弱势的状态，尤其是 8 月份以后最低跌入 7.3 元左右。人民币即期汇率和中间价之间的价差快速走高，显示了央行对于人民币贬值的态度。香港市场离岸人民币借款利率走高，人民币汇率维持相对稳定。

11 月人民币汇率打破了持续近 2 个月的价格平衡快速升值，11 月即期汇率累计升值 2.62% 至 7.1310 元。人民币即期汇率和中间价之间的价差快速收窄，离岸和在岸人民币内外价差也快速收窄。人民币汇率压力阶段性缓解，截止 11 月末，人民币即期汇率收盘价偏离中间价快速收窄至 0.41%，而 10 月月均偏离 1.81%。11 月期离岸人民币利率(CNH HIBOR)下行至 2.91%(10 月均值为 4.22%)，显示离岸人民币流动性已边际好转，在此基础上离岸人民币汇率(CNH)与在岸人民币汇率(CNY)差价缩小至 75pips。一年期人民币 NDF 收于 6.9445。

11 月人民币升值主要受美元指数下行驱动，美国经济衰退预期升温、金融紧缩周期可能结束、避险情绪降温三重因素推动美元指数的快速下行 3.01%。非美货币大多升值，人民币兑一篮子货币贬值，11 月 CFETS 人民币汇率指数累计下行 1.03%。

图1: 美元指数和非美货币变化幅度(%)



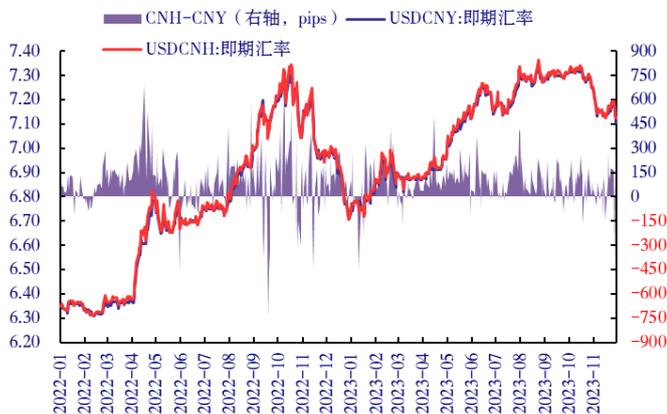
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 人民币汇率指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 离岸人民币汇率与在岸人民币汇率价差



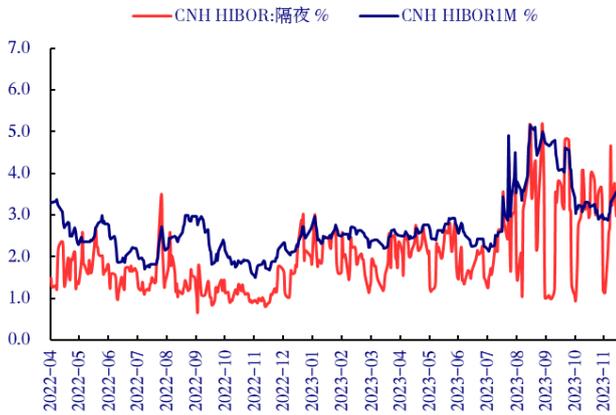
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 人民币即期汇率和中间价



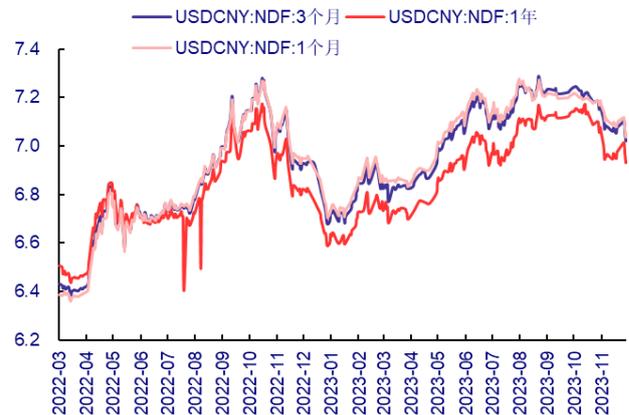
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5：离岸人民币利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：USDCNY：NDF



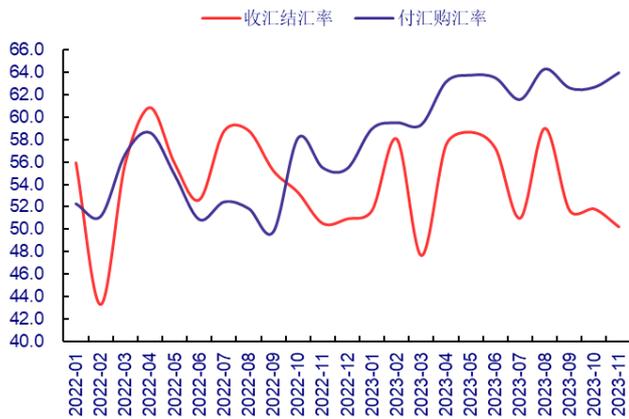
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

11 月份，收汇结汇率（剔除远期履约额）环比 10 月下行 1.6pct 至 50.3%，付汇购汇率（剔除远期履约额）环比上行 1.3pct 至 64.0%，市场结汇意愿减弱，购汇意愿增强。11 月境内金融机构外汇存款余额 7931 亿美元，环比上升 87 亿美元也可以侧面印证我们的判断。

1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期虽然持续位于贬值方向，但贬值预期已明显减弱，11 月贬值预期平均值为 1.96%，而 10 月均值为 3.07%。

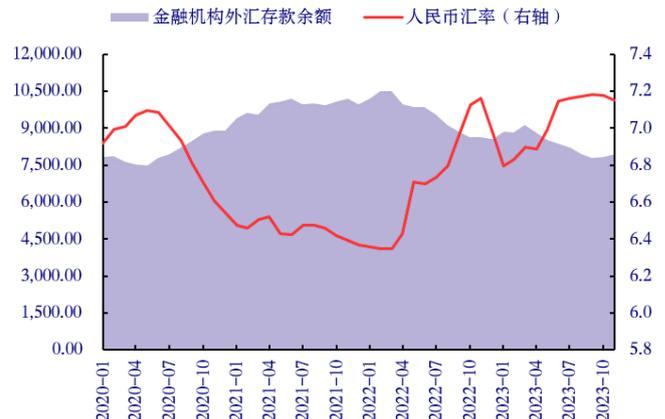
风险逆转期权显示贬值预期快速走弱，11 月 Delta 值为 25 的 3 个月 USDCNY 风险逆转期权的波动率快速从月初 0.3500% 下行至月末 0.1250%。

图7：收汇结汇率和付汇购汇率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院
收汇结汇率和付汇购汇率均剔除远期履约额

图8：金融机构外汇存款余额（亿美元）和人民币平均汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：1年期 NDF 隐含的汇率预期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：USDCNY 外汇期权隐含波动率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

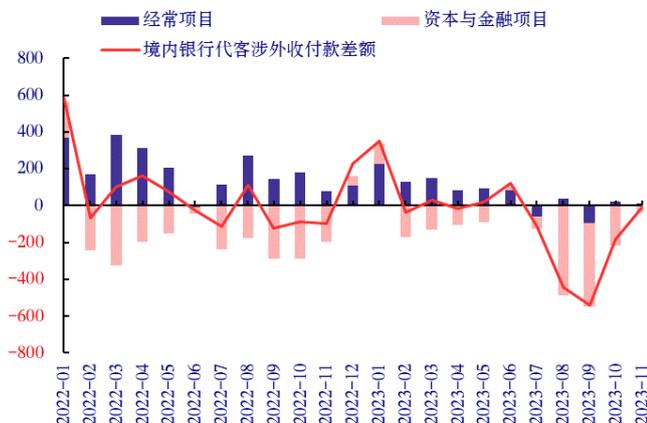
二、 资本和金融项目导致银行代客涉外收付款逆差大幅收窄

11月，银行代客涉外收付款逆差12亿美元，由10月的185亿美元逆差快速收窄，主要由于资本和金融项目逆差的大幅收窄。其中，经常项目收付款顺差13亿美元，环比小幅减少8亿美元；资本和金融项目逆差38亿美元，环比上月逆差大幅收窄177亿美元。

分币种来看，逆差环比收窄主要由人民币贡献。11月人民币收付款逆差63亿美元，逆差环比收窄210亿美元；外币收付款顺差50亿美元，顺差环比减少37亿美元。

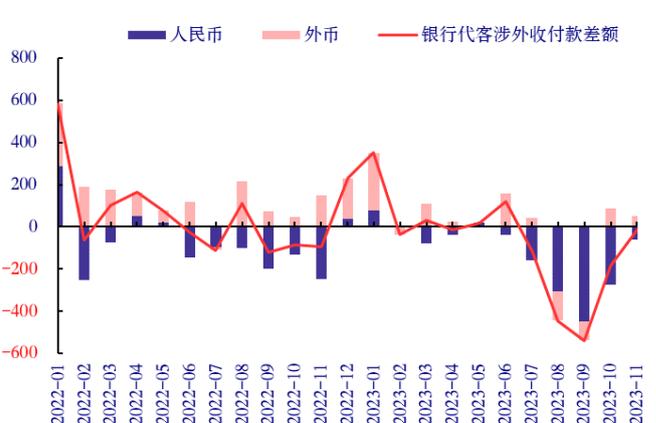
11月，银行代客涉外收付款主要由人民币和美元构成。其中人民币排序第一，占比49.9%，环比上升2.0pct；美元排序第二，占比45.5%，环比下降1.0个百分点。

图11：银行代客涉外收付款差额：经常项目和资本与金融项目（亿美元）



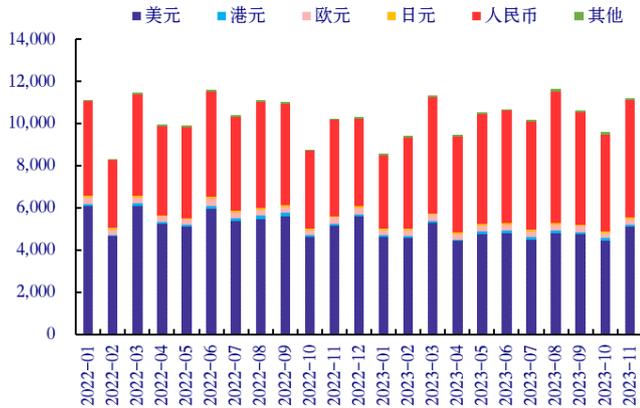
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：银行代客涉外收付款差额分币种：人民币和外币（亿美元）



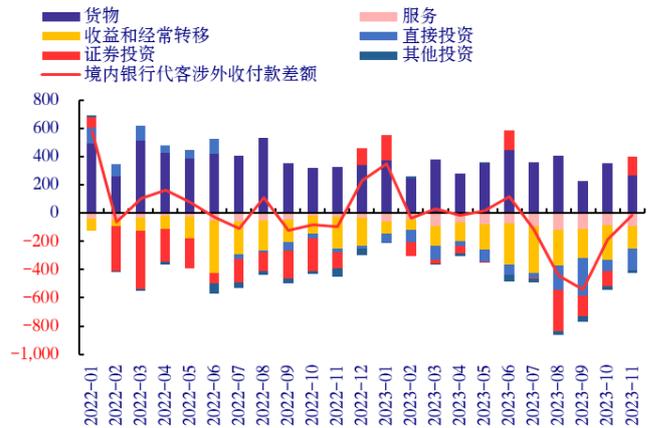
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：银行代客涉外收付款：分币种（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：银行代客涉外收付款差额（细项）（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、 外商投资企业利润汇出明显改善，外资大量流入债券市场

11月，银行代客涉外收付款逆差环比大幅收窄，主要是由于资本和金融项目逆差快速下降，经常项目延续顺差，表现稳定。

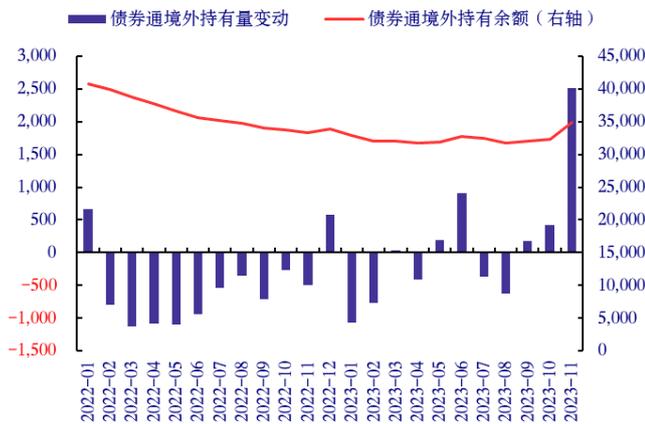
从经常项目来看，11月，银行代客涉外收付款经常项目顺差13亿美元，环比小幅减少8亿美元，经常项目顺差的减少主要来自于货物贸易顺差的减少，收益和经常转移的逆差则明显改善，显示跨境旅行支出、外商投资企业利润汇出由7、8月份季节性峰值逐步回落，更趋平稳。其中货物贸易顺差环比减少84亿美元，服务逆差环比扩大7亿美元，收益和经常转移逆差环比减少82亿美元。

从资本和金融项目来看，11月，银行代客涉外收付款资本和金融项目逆差38亿美元，环比上月逆差大幅收窄173亿美元。其中直接投资逆差环比增加74亿美元；证券投资结束了连续4个月的逆差，转为顺差130亿美元，环比增加241亿美元；其他投资逆差环比收窄9亿美元。

11月外资净增持境内债券规模达330亿美元，为历史次高值。债券通项下外资净流入2513亿元，连续三个月净流入，且逐步扩大，环比增加2090亿元。外资机构主要净增持国债1128亿元，同业存单867亿元，政策性银行业债494亿元，熊猫债36亿元，金融债券31亿元等。

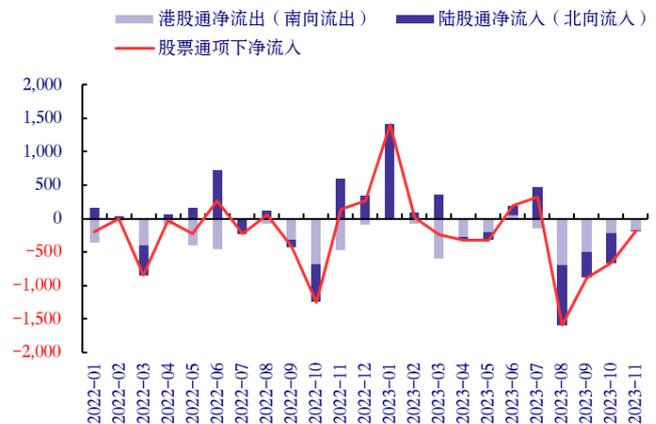
11月，股票通项下资金净流出189亿元，环比10月净流出规模大幅缩小473亿元，虽然连续4个月净流出，但净流出规模呈现不断缩小的趋势。其中北向资金（陆股通）11月累计净流出18亿元，环比10月净流出规模大幅减少430亿；南向资金（港股通）11月累计净流出60亿元，环比10月净流出规模减少43亿元。

图15: 债券通境外持有量及变动 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 陆股通和港股通项下资金流动 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、人民币汇率和跨境资金流动预测

人民币汇率压力阶段性缓解，曲折回升

进入12月预计美元指数快速下行，中国MLF操作利率维持不变，中国央行12月大概率不会降息，年末企业结汇需求季节性上升，内外因素叠加带来人民币汇率压力阶段性缓解。市场对人民币升值预期明显上升，一年期NDF隐含的人民币汇率预期和风险逆转期权的波动率两个较灵敏的高频指标均显示贬值预期减弱，升值预期上升。

虽然压制人民币汇率的力量发生趋势性扭转，但升值的路程不会一蹴而就，未来持续升值的动力仍然需要观察。首先，12月13日美联储FOMC会议决定继续暂停加息，美联储向市场传递了鸽派信号并展示了对“软着陆”的信心。市场对美联储转向的时间和幅度依然较为激进，而疫情后经济的粘性和金融条件的再度放松仍不利于美联储尽早降息，我们偏向于降息在二季度出现。我们判断2024年降息幅度至少有100BP，但在当前经济和劳动数据恶化不明显的背景下，CME反映的市场150BP左右的降息预期依然有“抢跑”的嫌疑，未来存在阶段性纠偏的可能，期间市场仍会充满波折，这也意味着美元指数不可能是顺畅下行。其次，中国逆周期政策加码之后，到经济数据的全面好转存在时滞，仍然需要时间来验证。

最后，当前财政政策的发力需要货币政策的配合，降准、降息仍然是2024年货币政策的最优方向。如果央行在美联储降息之前使用价格工具，人民币汇率有可能再遇波折，升值也就不是一蹴而就的。

12月跨境资金流动继续改善，基本平衡

美元指数下行、中美利差收窄、人民币汇率压力缓解，升值预期加强将共同推动12月跨境资金流动继续改善，经常项目预计保持平稳，资本和金融项目边际改善。经常项下，货物贸易跨境资金预计仍将保持顺差，且规模基本稳定；跨境旅行等服务贸易支出和外商投资企业利润汇出由7、8月份季节性峰值逐步回落后将保持基本平稳。资本和金融项下，证券投资是否能持续保持净流入有待观察，股票和债券外资流动出现分化。债券方面，中美利差收窄，外资有望继续增

持国内债券，截止 12 月 17 日，国债、同业存单、政策性银行行业债发行量分别是 1.02 万亿、1.52 万亿、402 亿元，这些外资 11 月主要增持的品种有望继续增持。9 月以来外资已连续三月净增持同业存单，进入 12 月同业存单发行利率上行持续高于 MLF 利率，1 年期国有银行同业存单发行利率为 2.60%，这有利于外资的继续增持。股票方面，根据高频数据，12 月上半月，股票股项下资金净流出 353 亿，环比流出加速（11 月全月净流出 189 亿）。其中北向资金流出加剧，净流出 294 亿（11 月全月净流出 18 亿），南向资金保持稳定。

图表目录

图 1: 美元指数和非美货币变化幅度 (%)	2
图 2: 人民币汇率指数	2
图 3: 离岸人民币汇率与在岸人民币汇率价差	2
图 4: 人民币即期汇率和中间价	2
图 5: 离岸人民币利率	3
图 6: USDCNY; NDF	3
图 7: 收汇结汇率和付汇购汇率 (%)	3
图 8: 金融机构外汇存款余额 (亿美元) 和人民币平均汇率	3
图 9: 1 年期 NDF 隐含的汇率预期 (%)	4
图 10: USDCNY 外汇期权隐含波动率 (%)	4
图 11: 银行代客涉外收付款差额: 经常项目和资本与金融项目 (亿美元)	4
图 12: 银行代客涉外收付款差额分币种: 人民币和外币 (亿美元)	4
图 13: 银行代客涉外收付款: 分币种 (亿美元)	5
图 14: 银行代客涉外收付款差额 (细项) (亿美元)	5
图 15: 债券通境外持有量及变动 (亿元)	6
图 16: 陆股通和港股通项下资金流动 (亿元)	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券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，但银河证券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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn