

外资大幅增持国内债券

--2023年12月外汇收支数据解读

核心观点:

1月15日,国家外汇管理局公布12月银行结售汇和银行代客涉外收付款数据。

我们的分析:

人民币延续升值趋势。12月人民币延续升值趋势但速度放缓,12月即期汇率累计升值0.55%至7.0920元,回到7.1之内。离岸人民币流动性无显著变化,离岸与在岸人民币汇率差价均值扩大至98pips(前值46pips)。12月人民币升值主要受美元指数下行驱动,非美货币大多升值。人民币兑一篮子货币贬值,12月CFETS人民币汇率指数累计下行0.89%。虽然离岸和在岸人民币汇率价差扩大,但1年期NDF隐含的人民币汇率预期和风险逆转期权均显示升值预期在12月升温。

受升值预期和季节性因素共同影响,市场结汇意愿增强,购汇意愿减弱。12月,收汇结汇率(剔除远期履约额)环比11月上行4.4pct至54.7%,付汇购汇率(剔除远期履约额)环比下行2.1pct至61.9%。一方面11月15日开始人民币快速升值抬升市场的升值预期,另一方面年末企业由于发工资等原因结汇季节性上升。

直接投资逆差明显收窄,外资持续大幅流入国内债券市场。12月,企业、个人等非银行部门跨境收支由逆差转为顺差,一方面由于经常项目顺差扩大,另外一方面资本和金融项目由逆差转为顺差。经常项目顺差的扩大主要来自于货物贸易,但服务逆差上升较快,跨境旅行支出可能增加。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保持平稳。从资本和金融项目来看,直接投资逆差环比大幅收窄,证券投资延续顺差。在11月外资净增持境内债券330亿美元(历史次高位)之后,12月外资继续净增持境内债券245亿美元,位于近两年高位。

人民币汇率和跨境资金流动预测:

人民币汇率面临阶段性压力,升值预期降温。进入1月美元指数快速上行,美债收益率上升,中国长债收益率快速回落,中美利差扩大,人民币汇率再次面临阶段性压力。2024年1月中国MLF操作利率维持不变,中国央行1月大概率不会降息,给与人民币汇率支撑。市场对人民币升值预期明显降温,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升值预期减弱,贬值预期上升。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。首先,2023年12月市场对美联储转向的时间和幅度判断较为激进,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,我们偏向于降落在二季度出现。1月份美元指数再次快速上行是对之前“抢跑”的阶段性纠偏。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。

1月跨境资金流动可能再遇压力,但仍将保持基本平衡。美元指数上行、中美利差扩大、人民币汇率面临阶段性压力,升值预期降温将共同导致1月跨境资金流动再次面临压力。经常项目预计保持平稳,资本和金融项目边际走弱。债券方面,外资增持国内债券预计环比减少但总体保持稳定。股票方面,根据高频数据,1月前20日,股票项下资金净流出518亿元,环比流出加速(2023年12月全月净流出202亿元)。

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

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

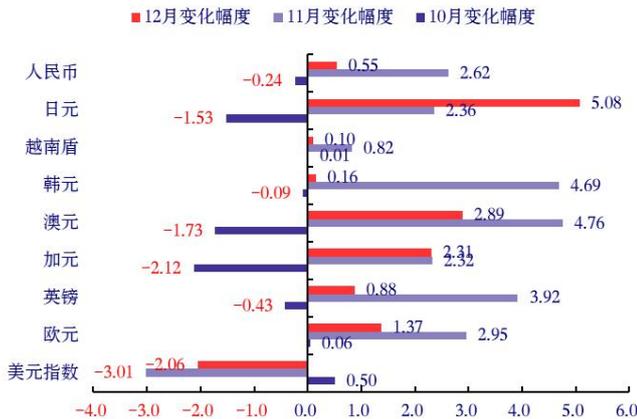
一、人民币延续升值趋势

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。

进入 12 月人民币延续升值趋势但速度放缓，12 月即期汇率累计升值 0.55% 至 7.0920 元，回到 7.1 之内。12 月人民币即期汇率收盘价偏离中间价均值为 0.52%，离岸人民币利率（CNH HIBOR：1M）小幅上升至 3.03%（+12BP），离岸人民币流动性无显著变化，在此基础上离岸人民币汇率（CNH）与在岸人民币汇率（CNY）差价日均值扩大至 98pips（前值 46pips）。一年期人民币 NDF 收于 6.9425，环比 11 月末下行 20pips。

12 月人民币升值主要受美元指数下行驱动，美国金融紧缩周期可能结束、市场预期美联储更早降息推动美元指数下行 2.06%。非美货币大多升值，人民币兑一篮子货币贬值，12 月 CFETS 人民币汇率指数累计下行 0.89%。

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



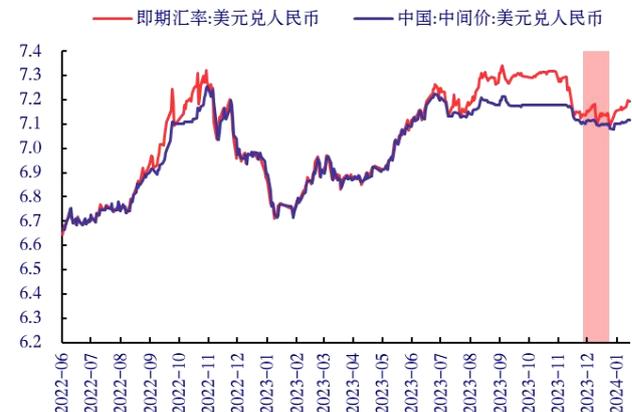
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：离岸人民币汇率与在岸人民币汇率价差



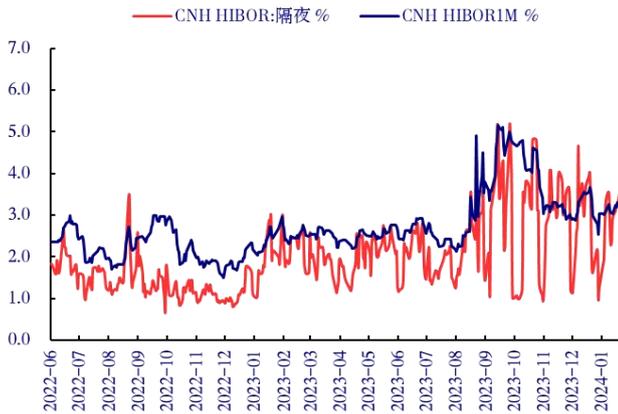
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：人民币即期汇率和中间价



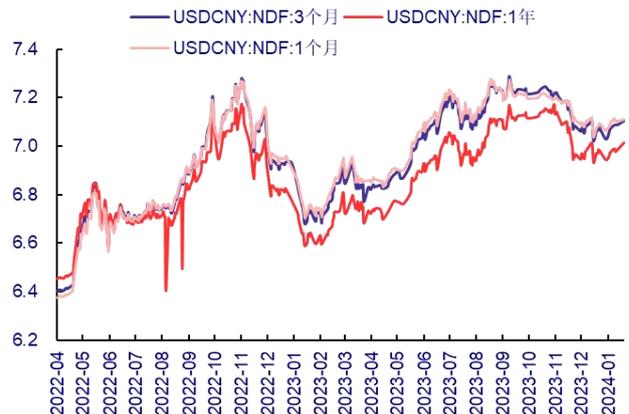
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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



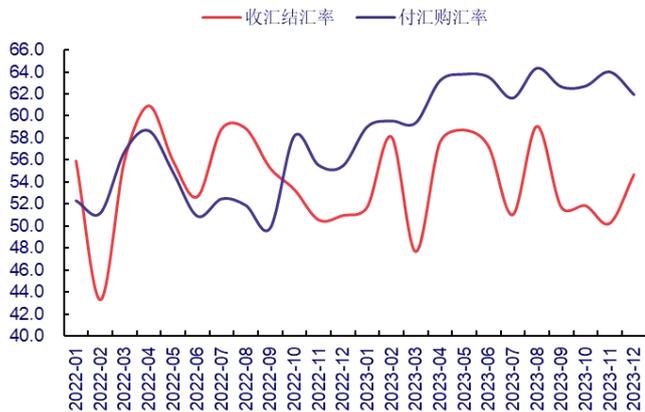
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

12 月份，收汇结汇率（剔除远期履约额）环比 11 月上行 4.4pct 至 54.7%，付汇购汇率（剔除远期履约额）环比下行 2.1pct 至 61.9%，市场结汇意愿增强，购汇意愿减弱。

1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期虽然持续位于贬值方向，但贬值预期进一步减弱，12 月贬值预期平均值为 1.53%，而 11 月均值为 1.96%。

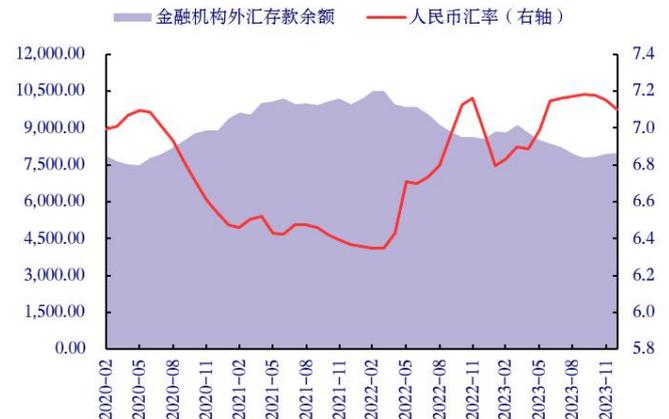
风险逆转期权显示升值预期快速走强，12 月 Delta 值为 25 的 3 个月 USDCNY 风险逆转期权的波动率快速从月初 0.1250% 下行至月末 -0.0500%。12 月后半月均位于负值区间，负值代表升值预期。

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、非银行部门跨境收支由逆差转为顺差

12 月，企业、个人等非银行部门跨境收支顺差 141 亿美元，连续三个月上升，经常项目和资本与金融项目分别贡献了 56% 和 37%。12 月从 11 月的逆差 12 亿美元转为顺差，一方面由于经常项目顺差扩大，另外一方面资本和金融项目由逆差转为顺差。其中，经常项目收付款顺差 79 亿美元，环比增加 65 亿美元；资本和金融项目顺差 52 亿美元，环比上月增加 89 亿美元。

分币种来看，顺差主要由人民币贡献。12 月人民币收付款顺差 104 亿美元，由逆差转为顺差；外币收付款顺差 37 亿美元，顺差环比减少 13 亿美元。

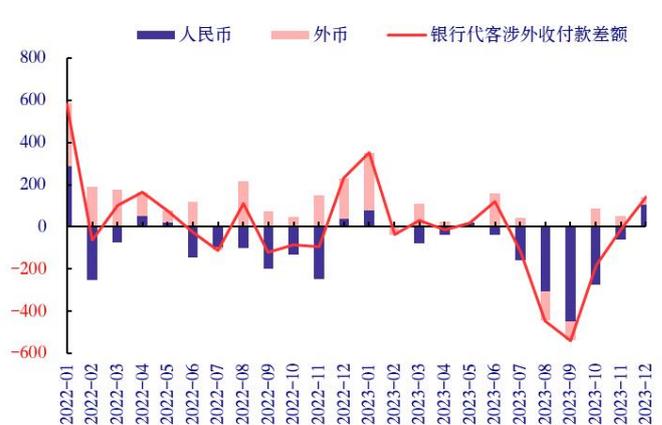
12 月，银行代客涉外收付款主要由人民币和美元构成。美元重新回到排序第一的位置，占比 47.6%，环比上升 2.1pct；人民币排序第二，占比 47.1%，环比下降 2.9pct。

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）



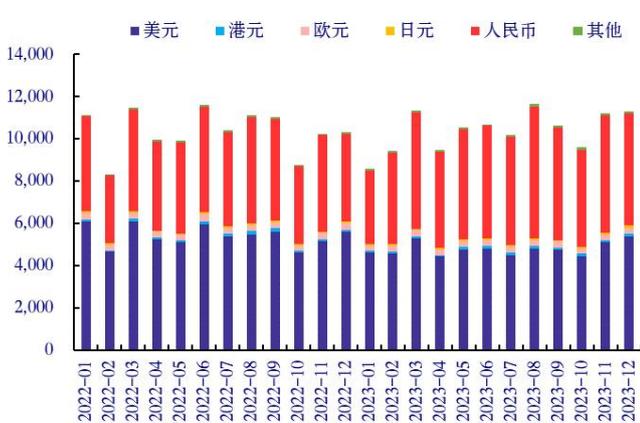
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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）



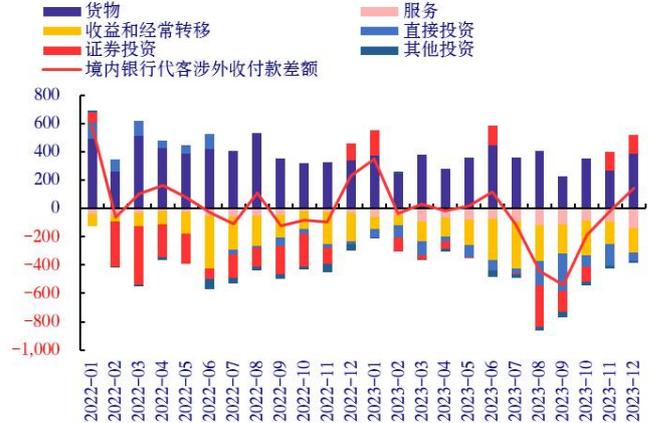
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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、 直接投资逆差快速收窄，外资持续大量流入债券市场

12 月，企业、个人等非银行部门跨境收支顺差 141 亿美元，连续三个月上升，经常项目和资本与金融项目均实现顺差，分别贡献了 56% 和 37%。

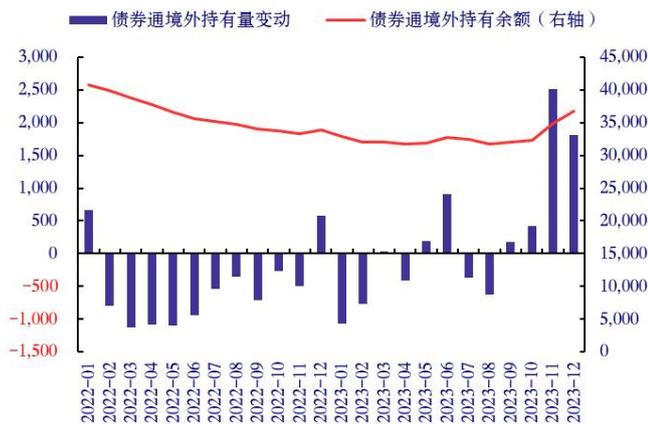
从经常项目来看，12 月，银行代客涉外收付款经常项目顺差 79 亿美元，环比增加 65 亿美元，经常项目顺差的扩大主要来自于货物贸易，而收益和经常转移逆差基本持平，服务逆差上升较快。显示外商投资企业利润汇出由 7、8 月份季节性峰值逐步回落后保持平稳，跨境旅行支出可能增加。其中货物贸易顺差环比大幅增加 119 亿美元，服务逆差环比大幅扩大 48 亿元，收益和经常转移逆差环比小幅扩大 6 亿美元。

从资本和金融项目来看，12 月，银行代客涉外收付款资本和金融项目顺差 52 亿美元，环比上月由逆差转为顺差，增加 89 亿美元。其中直接投资逆差环比大幅收窄 91 亿美元；证券投资延续顺差，实现 129 亿美元，环比基本持平；其他投资逆差环比增加 3100 美元。

12 月外资净增持境内债券规模达 245 亿美元，处于近两年高位。债券通项下外资净流入 1804 亿元，连续 4 个月净流入，环比少增 708 亿元。外资机构主要净增持国债 955 亿元，同业存单 568 亿元，政策性银行业债 236 亿元。

12 月，股票通项下资金净流出 201 亿元，环比 11 月净流出规模小幅扩大 13 亿元，虽然连续 5 个月净流出。其中北向资金（陆股通）12 月净流出 129 亿元，环比 11 月净流出规模增加 111 亿元；南向资金（港股通）12 月净流出 72 亿元，环比 11 月净流出规模减少 99 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

人民币汇率面临阶段性压力，升值预期降温

进入 1 月美元指数快速上行，美债收益率上升，中国长债收益率快速回落，中美利差扩大，人民币汇率再次面临阶段性压力。2024 年 1 月中国 MLF 操作利率维持不变，中国央行 1 月大概率不会降息，给与人民币汇率支撑。市场对人民币升值预期明显降温，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升值预期减弱，贬值预期上升。

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，2023 年 12 月市场对美联储转向的时间和幅度判断较为激进，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，我们偏向于降落在二季度出现。1 月份美元指数再次快速上行是对之前“抢跑”的阶段性纠偏。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。

1 月跨境资金流动可能再遇压力，但仍将保持基本平衡

美元指数上行、中美利差扩大、人民币汇率面临阶段性压力，升值预期降温将共同导致 1 月跨境资金流动再次面临压力。经常项目预计保持平稳，资本和金融项目边际走弱。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。债券方面，中美利差再次扩大，外资增持国内债券预计环比减少但总体保持稳定。1 月前 20 天，国债、同业存单、政策性银行业债发行量分别是 7300 亿、1.7 万亿元、3260 亿元，这些外资主要增持的品种有望继续增持。2023 年 9 月以来外资已连续四个月净增持同业存单。股票方面，根据高频数据，1 月前 20 日，股票项下资金净流出 518 亿元，环比流出加速（2023 年 12 月全月净流

出 202 亿元)。其中北向资金流出加剧，净流出 315 亿元（2023 年 12 月全月净流出 129 亿）；南向资金流出增加，净流出 203 亿元（2023 年 12 月全月净流出 72 亿元）。

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

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

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