

1月外汇市场分析报告

人民币汇率反弹受阻，但境内外汇市场运行总体平稳

- 1月份，美联储紧缩预期增强，美元指数基本抹去上月跌幅，带动人民币汇率回调，即期汇率较中间价偏离程度扩大，境内外汇差增加。
- 1月份，境内外汇延续供不应求状态，逆差规模小幅扩大，即期结售汇是主要贡献项，货物贸易又是银行代客结售汇逆差扩大的第一大贡献项。
- 1月份，远期结汇对冲比率环比升幅大于远期购汇，市场主体即期结汇意愿强于前期人民币汇率反弹期间，汇率杠杆调节作用总体正常发挥。
- 1月份，跨境资金延续净流入但规模下降，直接投资是第一大贡献项，货物贸易顺差占比上升，继续发挥稳定跨境资金流动的基本盘作用。
- 1月份，证券投资项下跨境资金净流入放缓，但人民币债券对境外机构吸引力仍然偏强，陆股通和债券通合计的北上资金净流入规模增加。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，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

《2023年外汇市场分析报告：人民币汇率延续调整，境内外汇供求和跨境资金流动生变》20240123

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

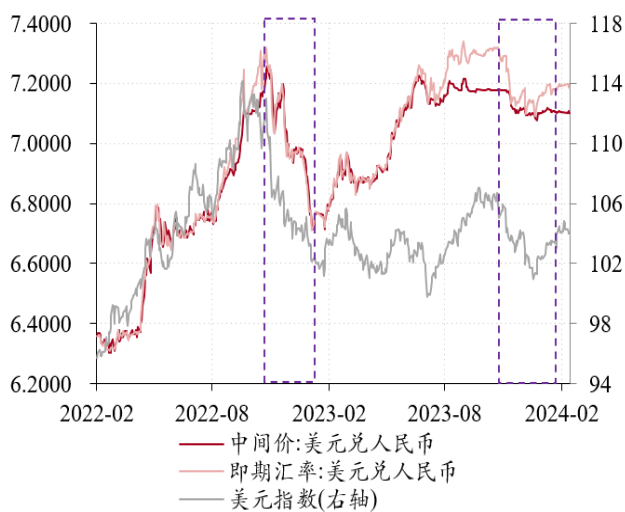
2月23日，国家外汇管理局发布了2024年1月份外汇收支数据。现结合最新数据对1月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

受美元指数反弹影响，人民币汇率反弹行情受阻

1月份，美联储紧缩预期增强，10年期美债收益率从2023年末3.8%最高反弹至4.2%，美元指数基本抹去上月跌幅，从101.4升至103.5，累计反弹2.1%。当月，人民币汇率中间价从上年末7.0827跌至7.1039，最低跌至7.1174（1月18日），即期汇率（境内银行间外汇市场下午四点半交易价，下同）从7.0920跌至7.1795，最低跌至7.1968（1月22日），二者累计分别下跌0.3%、1.2%，结束了2017年至2023年历年1月份持续升值态势（见图表1、2）。2023年11月初至2024年1月底，美元指数累计下跌3.0%，上年同期下跌8.5%，境内人民币汇率中间价和即期汇率分别上涨1.0%和1.9%，也低于上年同期分别上涨6.2%和8.0%的水平。可见2023年底以来的这轮人民币汇率反弹行情，力度不及2022年底开启的那轮（见图表1）。

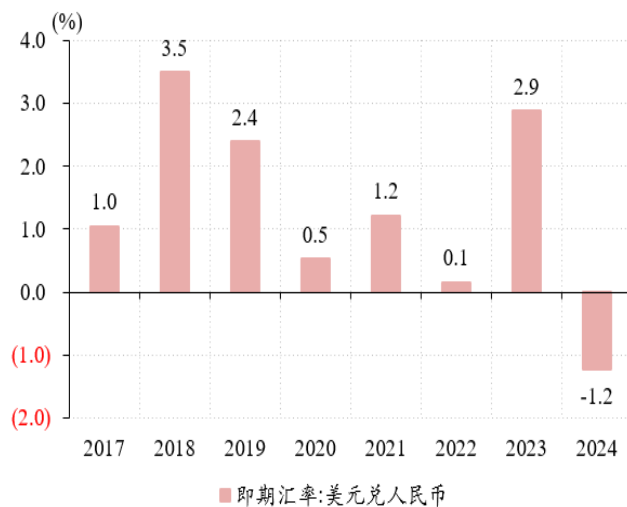
1月份，人民币即期汇率较中间价偏离程度扩大，日均偏离幅度由上月+0.5%扩大至+0.9%，22个交易日中有9个交易日的偏离幅度大于+1%，单日最大偏离幅度为+1.2%（1月22日），不过明显低于2%上限（见图表3）。当月，离岸人民币汇率（CNH）与在岸人民币汇率（CNY）日均差价由上月+95BP增至+141BP，隔夜CNH Hibor与隔夜Shibor日均利差由上月+117个基点增至+130个基点（见图表4、5）。其中，1月23日，隔夜CNH Hibor利率升至5.5%，创2022年4月8日以来新高，离岸人民币流动性收紧促使CNH当天回升261个基点，与CNY差价转为-56BP（见图表4、6）。

图表 1. 境内人民币汇率与美元指数走势



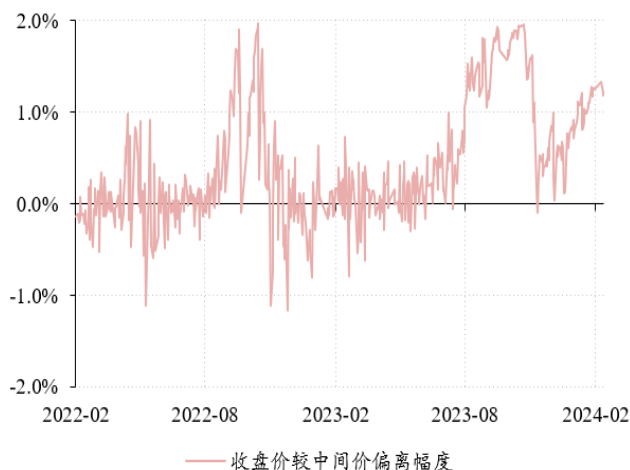
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2017 年以来历年 1 月份人民币即期汇率变化



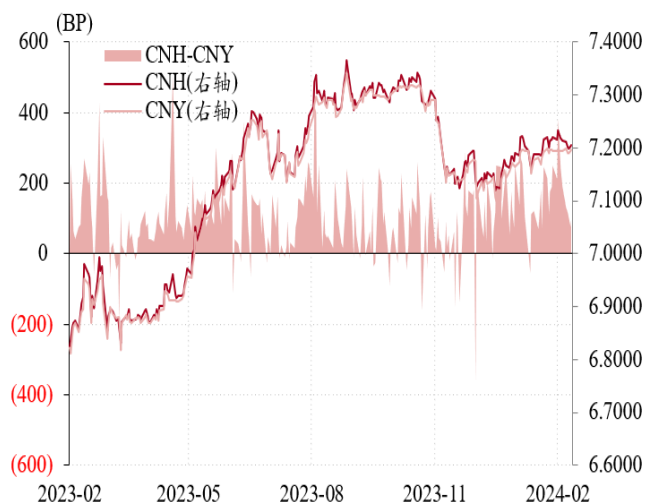
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 人民币即期汇率较中间价偏离程度



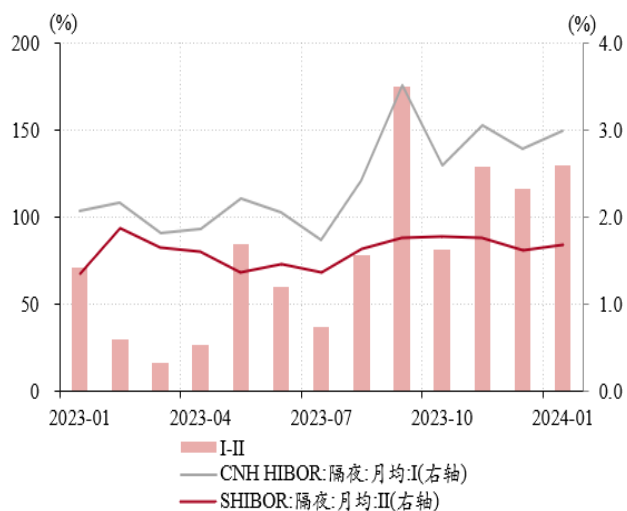
资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 境内外人民币汇率差价



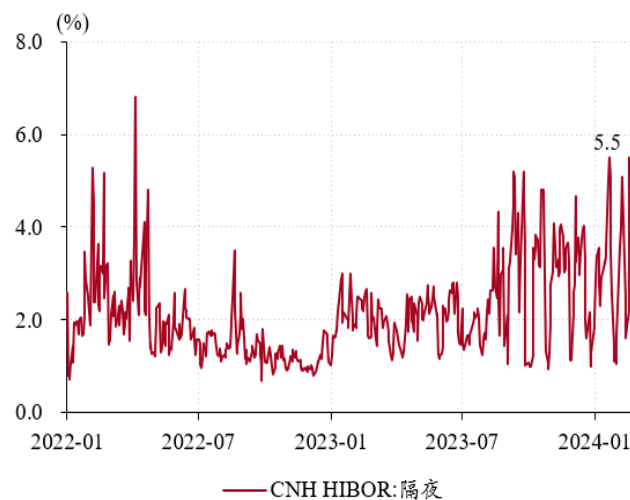
资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 隔夜 CNH Hibor 与隔夜 Shibor 日均利差



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 隔夜 CNH Hibor 走势



资料来源: Wind, 中银证券

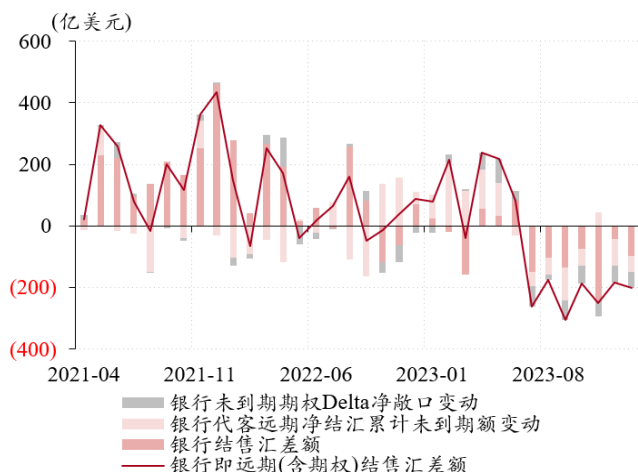
境内外汇延续供不应求状态，货物贸易是银行代客结售汇逆差扩大的第一大贡献项

1 月份，反映境内银行对客户外汇买卖关系的银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）延续 2023 年 7 月份以来持续逆差态势，逆差规模由上月 183 亿小幅增至 200 亿美元（见图表 7）。

当月，即期结售汇逆差由上月 44 亿增至 99 亿美元（其中银行自身结售汇逆差由 26 亿增至 55 亿美元，代客结售汇逆差由 18 亿增至 44 亿美元），贡献了银行结售汇逆差增幅的 319%；远期净结汇累计未到期额环比降幅由上月 85 亿收窄至 49 亿美元，未到期期权 Delta 敞口净结汇降幅由 54 亿收窄至 52 亿美元，银行外汇衍生品交易合计净卖出外汇 101 亿美元，上月为 139 亿美元（见图表 7）。

当月，银行代客结售汇中，货物贸易结售汇顺差环比减少 45 亿至 260 亿美元（结汇减少 0.1%，购汇增长 3.5%），证券投资结售汇逆差增加 21 亿至 50 亿美元（购汇增长 39%，大于结汇增速 32%），而服务贸易结售汇逆差减少 28 亿至 179 亿美元（结汇增长 3.7%，购汇减少 7.2%），为 2020 年以来同期新高，货物贸易、证券投资和服务贸易分别贡献了银行代客结售汇逆差增幅的 175%、80%、-108%（见图表 8）。

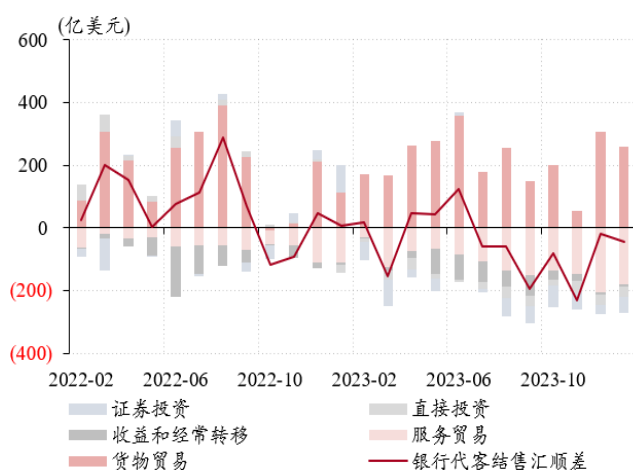
图表 7. 境内银行对客户市场外汇供求情况



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 8. 银行代客结售汇差额及构成



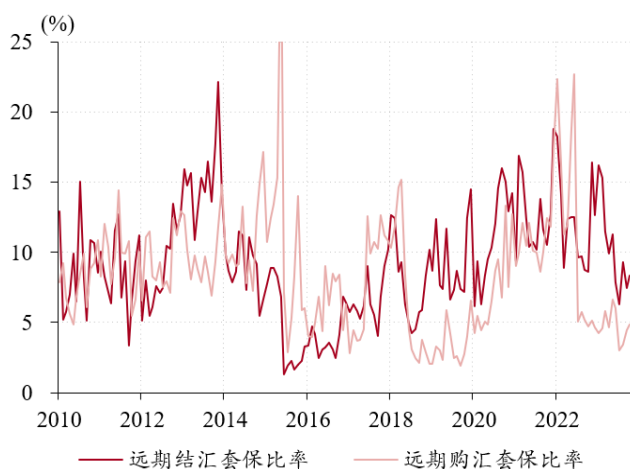
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

即远期结汇意愿齐升，有助于减轻境内外汇市场供求失衡压力

1 月份，远期净结汇累计未到期额继续减少，是因为远期净结汇履约 156 亿美元，仍然大于签约额 107 亿美元。不过，与上月相比，远期净结汇履约额减少 22 亿美元（结汇履约减少 57 亿美元，大于购汇履约降幅 35 亿美元），签约额增加 14 亿美元（结汇签约增加 27 亿美元，大于远期购汇增幅 13 亿美元），远期净结汇累计未到期额环比降幅由上月 85 亿收窄至 49 亿美元，贡献了银行结售汇逆差增幅的-208%（见图表 7）。

1 月份，由于远期结汇签约额环比增幅大于远期购汇，叠加银行代客涉外外币收入和支出一降一升（收入环比微降 0.2 亿美元，支出增加 15 亿美元），远期结汇对冲比率环比上升 0.9 个百分点，大于远期购汇对冲比率升幅 0.4 个百分点（见图表 9）。当月，即期收结汇率和付购汇率较 2023 年 11 月和 12 月（前期人民币汇率反弹期间）均值分别上升 3.6 和 0.1 个百分点（见图表 10）。这反映出，在人民币汇率回调背景下（当月日均人民币即期汇率环比下跌 0.4%），市场主体结售汇意愿增强，显示“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用总体正常发挥。

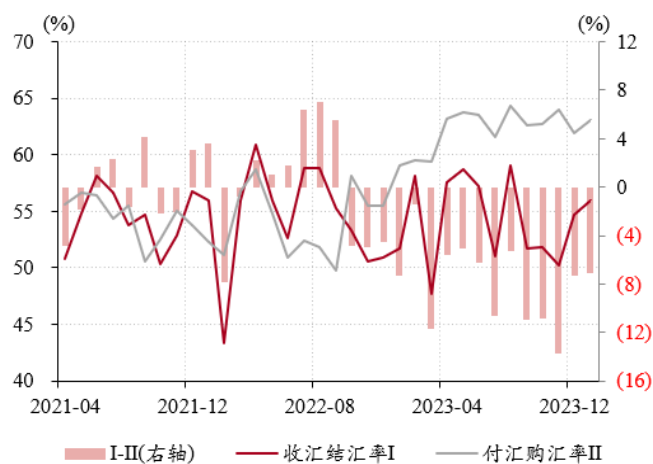
图表 9. 远期结售汇对涉外外汇收付套保比率变动情况



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）。

图表 10. 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) 收结汇汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付购汇汇率=（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。

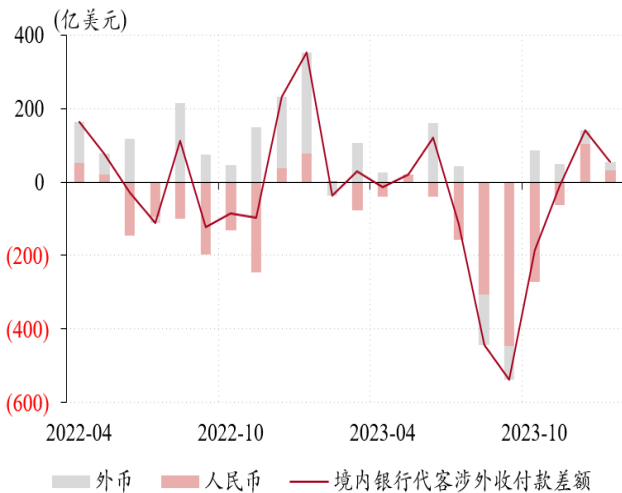
跨境资金延续净流入但规模下降，直接投资是第一大贡献项，货物贸易继续发挥稳定跨境资金流动的基本盘作用

1 月份，境内银行代客涉外收付款延续上月顺差，顺差规模由 141 亿收窄至 55 亿美元。从币种构成看，人民币涉外收付款顺差环比减少 71 亿美元（涉外支出环比增长 12%，大于涉外收入增速 9%），外币收付款顺差减少 15 亿美元，分别贡献了银行代客涉外收付款顺差降幅的 83%、17%（见图表 11）。

从项目构成看，直接投资涉外收付款延续 2022 年 7 月份以来持续逆差，逆差规模由上月 62 亿增至 171 亿美元，为 2023 年 10 月份以来新高，贡献了银行代客涉外收付款顺差降幅的 127%（见图表 12）。不过，直接投资项下跨境资金净流出压力加大，并不等同于外商企业撤资和集中汇出利润，因为当月直接投资涉外支出环比减少 79 亿美元，初次和二次收入涉外支出环比减少 83 亿美元，后者为 2023 年 3 月份以来新低。

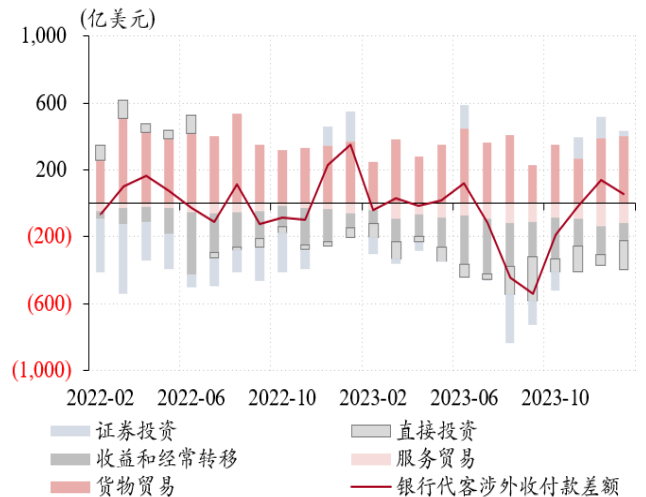
1 月份，货物贸易涉外收付款顺差 405 亿美元，环比增加 18 亿美元（收入增长 3.3%，大于支出增速 3.0%），顺差额为 2023 年 9 月份以来新高，占到同期银行代客涉外收付款顺差的 737%，环比上升了 463 个百分点；服务贸易涉外收付款逆差 120 亿美元，环比减少 17 亿美元（收入减少 4.5%，支出减少 6.9%），是 2021 年以来同期新高；由于初次和二次收入涉外支出大幅减少，收益和经常转移涉外收付款逆差环比减少 69 亿至 102 亿美元；货物贸易、服务贸易、收益和经常转移分别贡献了银行代客涉外收付款顺差降幅的 -21%、-19%、-81%（见图表 12）。

图表 11. 银行代客涉外收付款差额及币种构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 12. 银行代客涉外收付款差额及项目构成



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净流入放缓，但人民币债券对境外机构吸引力仍然偏强

1 月份，虽然证券投资结售汇为逆差，但涉外收付款连续三个月顺差，顺差规模由上月 129 亿降至 28 亿美元（支出增长 32%，大于收入增速 23%），贡献了银行代客涉外收付款逆差降幅的 117%（见图表 12）。证券投资结售汇与涉外收付款差额方向相反，主要是因为证券投资项下的净流入主要来自债券通，而债券通净流入又主要是人民币形式流入。1 月份，银行代客涉外收付中，人民币占比 49.5%，环比上升 2.4 个百分点（见图表 13）。同期，SWIFT 统计的国际支付中，人民币占比 4.51%，环比上升 0.37 个百分点，连续三个月稳居第四大国际支付货币（见图表 14）。

1 月份，陆股通和债券通合计，外资已经连续三个月净增持人民币资产，净增持规模由上月 1676 亿升至 1883 亿元，具体来看：

1 月份，陆股通（北上）资金延续 2023 年 8 月份以来净流出态势，净流出规模由上月 129 亿略增至 145 亿元，全月 22 个交易日有 11 个交易日为净流出，单日最大净流出 131 亿元（1 月 17 日）；港股通项下（南下）资金延续 2023 年 7 月份以来净买入态势，净买入规模由上月 72 亿增至 206 亿元；与陆股通累计净买入成交额轧差后，股票通项下资金净流出由上月 202 亿增至 351 亿元（见图表 15）。

1 月份，境外机构净增持人民币债券规模由上月 1805 亿增至 2028 亿元。上清所数据显示，境外机构净增持规模由上月 598 亿增至 1188 亿元，其中同业存单净增持规模由 568 亿增至 1170 亿元。中债登数据显示，境外机构净增持规模由 1207 亿降至 841 亿元，主要是因为国债净增持规模减少 517 亿至 438 亿元，这可能与近期美债收益率反弹有关（见图表 16）。

境外机构投资境内人民币债券，通常会选择“近结远购”掉期交易，在融入人民币资金的同时规避汇率风险。2022 年 6 月份以来，1 年期人民币美元远掉期均值持续为负，即远期美元贴水（见图表 17）。这意味着，境外机构在投资境内人民币债券过程中会赚取双重收益。假设外资进行 1 年期限的 10 年期中债投资，计算结果显示，2022 年 10 月至 2024 年 1 月，对冲汇率风险后的 10 年期中债收益率较美债收益率平均高出 2.1 个百分点，尤其是 2023 年末，随着美联储紧缩预期缓解、美债收益率下行，中债较美债收益率优势进一步凸显，是外资配置人民币债券热情重新高涨的重要原因（见图表 18）。

图表 13. 银行代客涉外收付款中人民币和美元占比



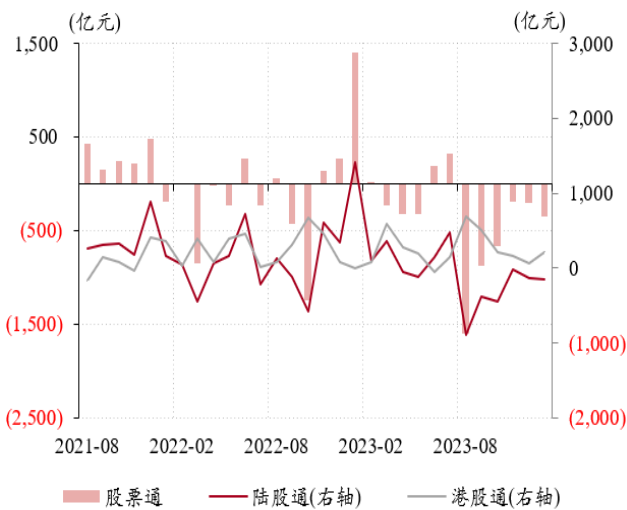
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 14. 人民币国际支付份额



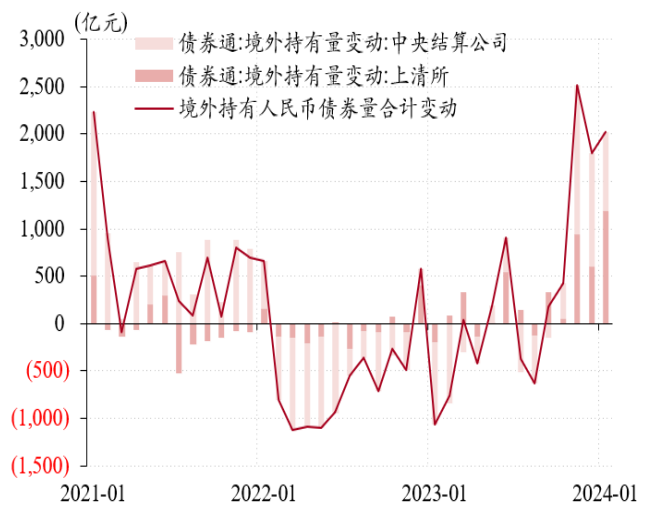
资料来源：SWIFT，Wind，中银证券

图表 15. 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 16. 境外机构持有人民币债券规模变动情况



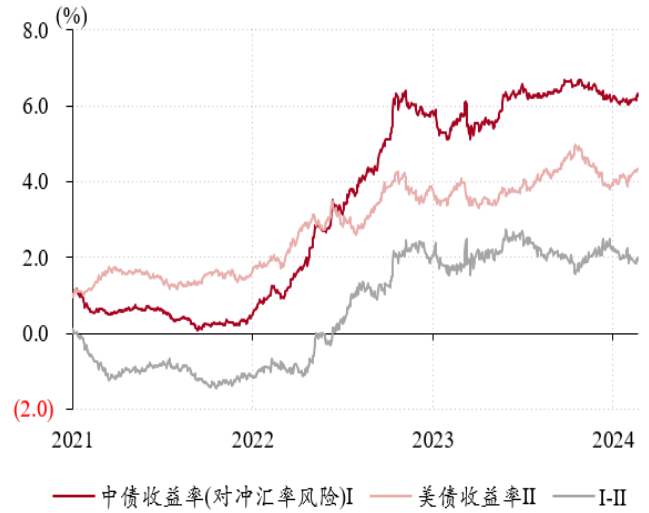
资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

图表 17. 人民币对美元远期市场 1 年期美元升贴水点数



资料来源：中国货币网，Wind，中银证券

图表 18. 美债收益率与对冲汇率风险后的中债收益率



资料来源：Wind，中银证券

风险提示：海外金融风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，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