

5月外汇市场分析报告

人民币贬值压力缓解，外汇供求关系改善

- 5月份，市场对美联储降息预期再度升温，美元指数回落，带动人民币贬值压力有所缓解，但人民币汇率指数结束此前“四连涨”。
- 5月份，银行代客涉外收付款逆差大幅收窄，跨境人民币资金净流出压力放缓，货物贸易继续发挥基本盘作用，外资配置人民币债券意愿增强。
- 5月份，境内外汇供求关系显著改善，货物贸易是主要贡献项，即远期结汇意愿增强、购汇意愿减弱，上月外汇市场顺周期羊群效应并未延续。
- **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

《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》20240226

《2月外汇市场分析报告：人民币汇率低位盘整，境内外汇供求和跨境资金流动形势边际改善》20240319

《3月外汇市场分析报告：外汇市场异动，市场结汇意愿减弱驱动外汇供求缺口扩大》20240319

《4月外汇市场分析报告：亚洲货币动荡加剧，境内供求失衡扩大》20240520

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

6月17日，国家外汇管理局发布了2024年5月份外汇收支数据。现结合最新数据对5月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

美元指数回落带动人民币贬值压力有所缓解，但多边汇率转跌

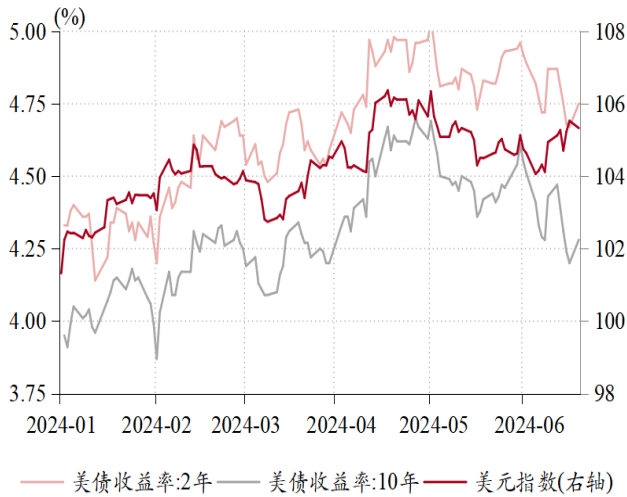
5月份，由于鲍威尔在5月1日FOMC会后新闻发布会上排除了下次会议加息的可能性，表态总体偏鸽，加之公布的4月份美国经济就业数据走弱，市场对美联储降息预期再度升温，2年期和10年期美债收益率分别较上月末回落15个和18个基点，美元指数结束此前“四连涨”，下跌1.6%（见图表1）。

当月，人民币汇率先扬后抑。“五一”假期期间，离岸人民币汇率一度涨至7.1916，创3月13日以来新高，5月6日（“五一”假期结束后首个交易日）中间价和即期汇率分别升值69个、279个基点至7.0994、7.2137。但此后境内外人民币汇率均出现回调，中间价一度跌破7.11，为1月24日以来首次，即期汇率最低跌至7.2487，离岸人民币汇率最低跌至7.2732。全月，在岸人民币中间价和即期汇率累计分别微跌0.04%、0.03%，离岸人民币汇率累计贬值0.11%（见图表2）。

当月，在岸即期汇率较中间价日均偏离程度由上月2.0%收窄至1.8%，单日最大偏离程度为1.9%，而上月有12个交易日的偏离程度接近2.0%（见图表3）。从月均汇率看，在岸和离岸人民币即期汇率均值分别较上月升值了0.08%、0.22%，表明人民币汇率没有想象的那么弱。不过，月均日元汇率延续了年初以来的贬值态势，5月份进一步下跌1.2%，显示日本当局外汇干预收效甚微。日本财务省数据显示，4月26日至5月29日，外汇干预规模约为9.8万亿日元（约合628亿美元），超过了2022年全年9.2万亿日元的外汇干预规模（约合630亿美元）（见图表4）。

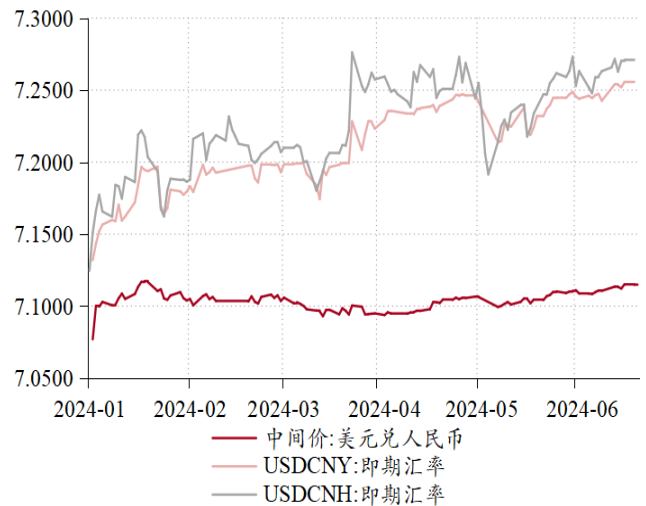
当月，人民币汇率指数结束此前“四连涨”，CFETS人民币汇率指数、参考BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别下跌了0.6%、0.5%、0.5%（见图表5）。

图表 1. 美元指数与美债收益率走势



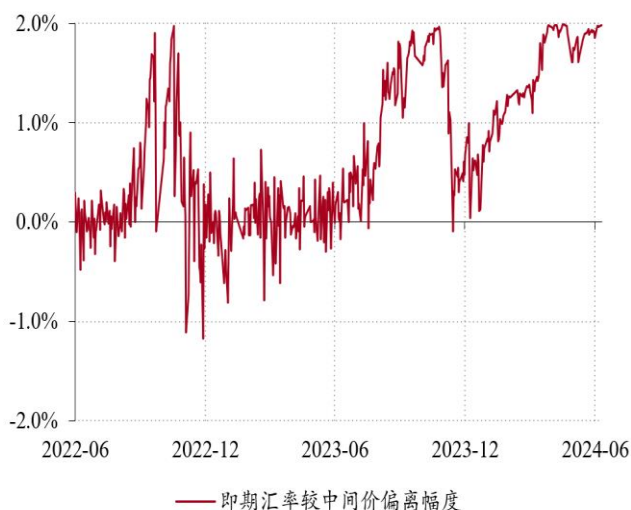
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 在岸和离岸人民币汇率走势



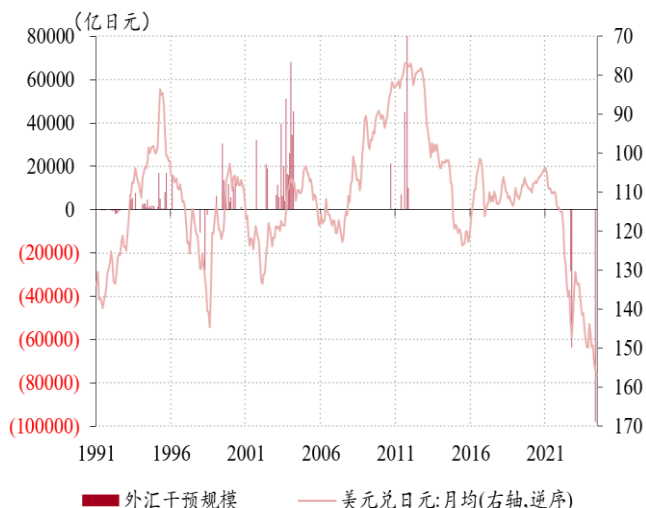
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 在岸即期汇率较中间价偏离程度



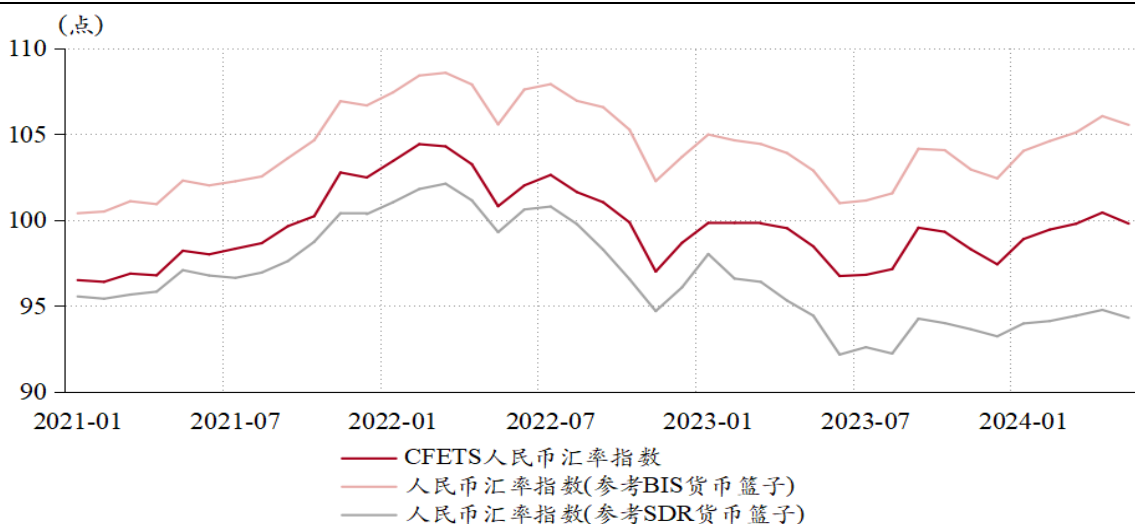
资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 日元汇率走势与外汇干预规模



资料来源: 日本财务省, Wind, 中银证券

图表 5. 人民币汇率指数走势



资料来源: Wind, 中银证券

银行代客涉外收付款逆差大幅收窄，跨境人民币资金净流出压力明显放缓，货物贸易继续发挥基本盘作用，外资配置人民币债券意愿增强

5 月份，银行代客涉外收付款逆差由上月 382 亿降至 3 亿美元。分币种看，人民币收付款逆差由上月 346 亿降至 113 亿美元（涉外支出规模环比减少 276 亿美元），外币收付款由上月逆差 36 亿转为顺差 111 亿美元（涉外支出环比减少 176 亿美元），二者分别贡献了涉外收付款逆差环比降幅的 61%、39%（见图表 6）。

人民币涉外支出规模环比降幅明显，与当月境内外人民币利差收窄有关，隔夜 CNH HIBOR 利率均值由前值 4.2% 降至 1.9%，较 SHIBOR 利率日均偏离程度由 +240 个基点收窄至 +9 个基点，为 2022 年 12 月以来新低。不过，由于境内人民币利率继续保持低位，当月人民币涉外支出规模仍然处于历史高位，位列第四（见图表 7）。

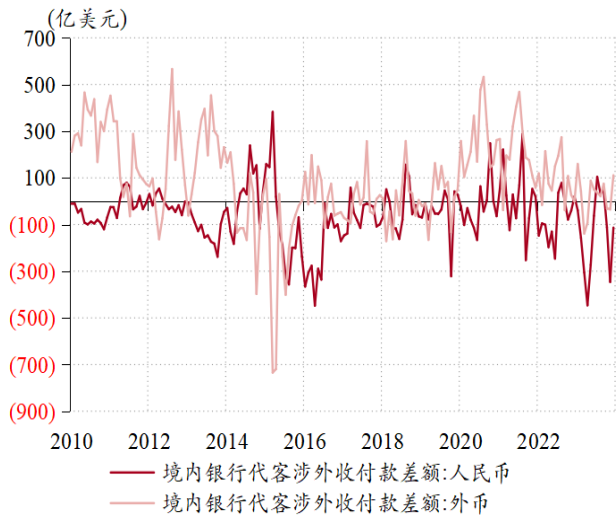
分项目看，货物贸易、证券投资和直接投资是涉外收付款逆差收窄的前三大贡献项。5 月份，货物贸易收付款顺差由上月 245 亿增至 432 亿美元，是 2023 年 7 月以来新高，贡献了银行代客涉外收付款逆差降幅的 49%；证券投资收付款顺差由上月 24 亿增至 151 亿美元，为 2023 年 2 月以来新高，贡献率为 33%，主要是因为涉外支出环比减少 171 亿美元至 2023 亿美元；直接投资收付款逆差由上月 295 亿降至 180 亿美元，贡献率为 30%，主要是因为涉外支出环比减少 107 亿美元至 703 亿美元，但仍远高于历史同期水平，或继续反映人民币融资成本相对较低的影响（见图表 8）。

从证券投资看，5月份，陆股通（北上）资金延续2月以来净流入态势，净流入规模上月60亿小幅增至88亿元；恒生指数持续反弹背景下，港股通（南下）资金保持净流入，但净流入规模由上月735亿收窄至645亿元；港股通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放缓，规模由上月675亿降至557亿元（见图表9）。

当月，境外机构持有境内人民币债券余额连续九个月增加，净增持规模由上月513亿增至1724亿元，为2月份以来新高，其中同业存单仍为外资增持主力券种，净增持规模由上月374亿扩大至880亿元；政策性银行债为第二大增持券种，净增持规模由378亿扩大至513亿元；记账式国债由此前连续三个月净减持转为净增持253亿元，或与中债收益率（对冲汇率风险后）与美债收益率差额扩大有关（见图表10、11）。

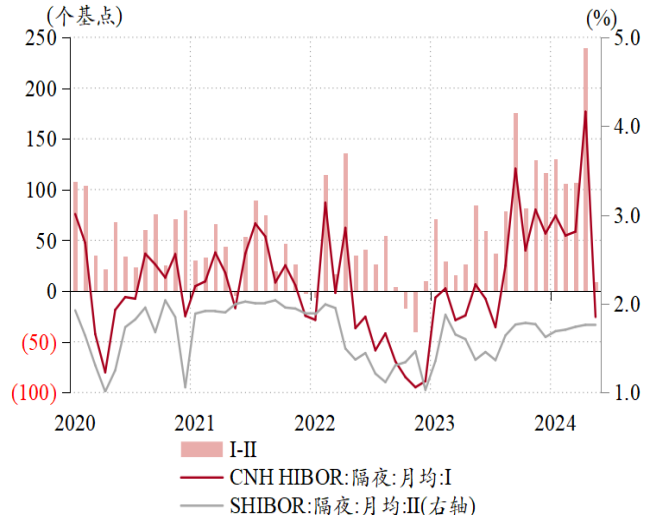
5月份，服务贸易涉外收付款逆差由上月153亿降至137亿美元，贡献了银行代客涉外收付款逆差降幅的4%（见图表8），不过仍为2018年以来同期新高，其中服务贸易涉外支出由上月416亿降至398亿美元，连续五个月保持历史同期新高，反映居民跨境出行需求较为旺盛。

图表 6. 银行代客外币和人民币涉外收付款差额



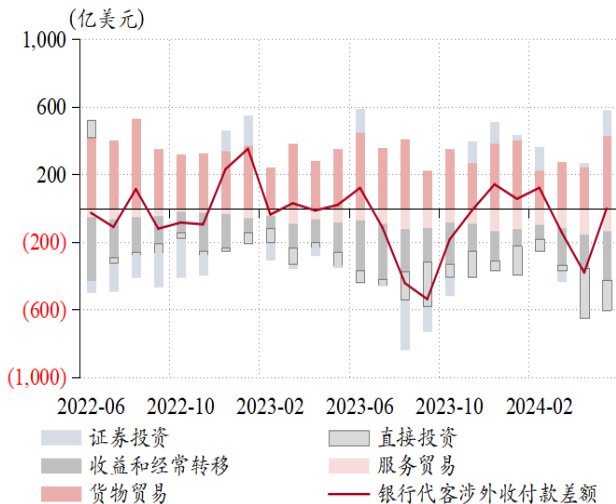
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 7. 在岸和离岸人民币利率走势



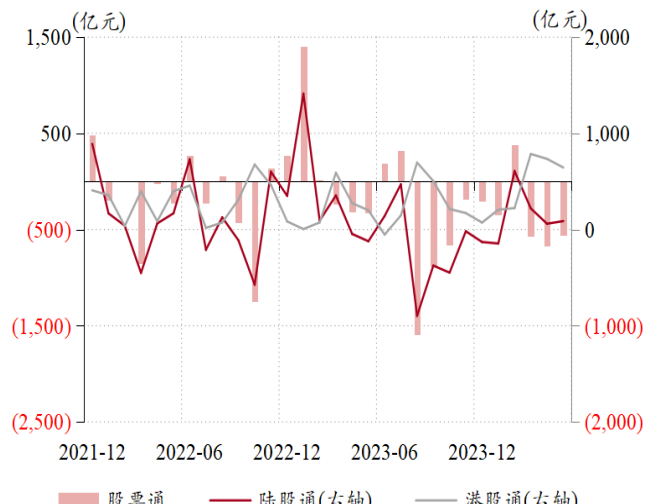
资料来源：Wind，中银证券

图表 8. 银行代客涉外收付款差额及项目构成



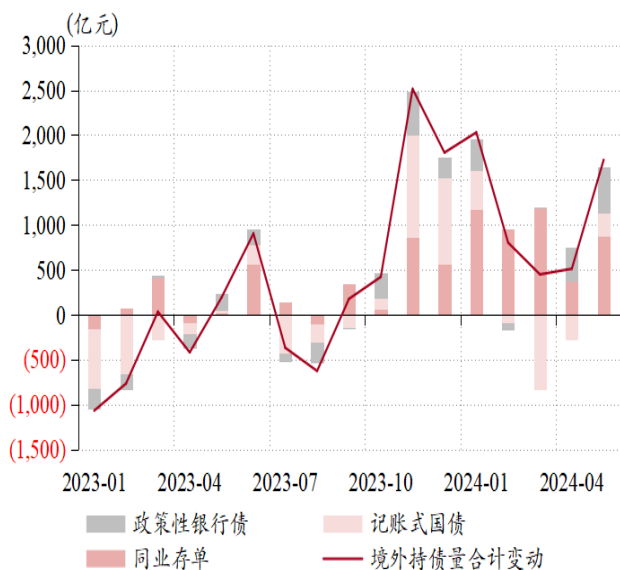
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 9. 陆股通和港股通买入成交净额变动情况



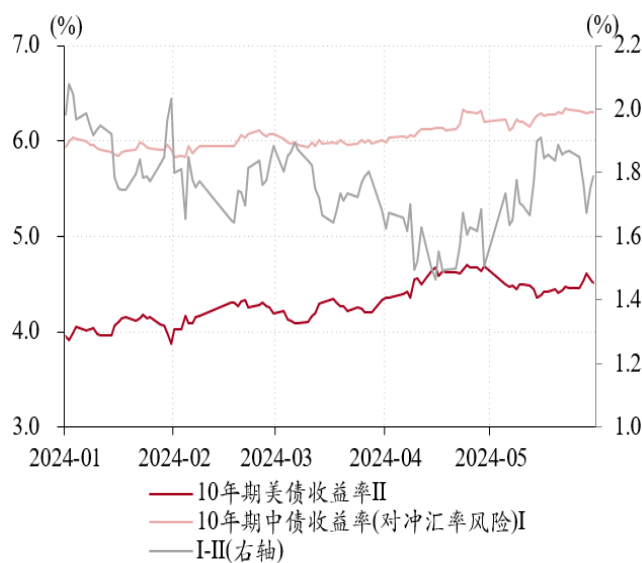
资料来源：Wind，中银证券

图表 10. 境外机构持有人民币债券构成情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，中银证券

图表 11. 中债收益率（对冲汇率风险）与美债收益率



资料来源：Wind，中银证券

境内外汇供求关系显著改善，货物贸易是主要贡献项，即远期结汇意愿增强、购汇意愿减弱

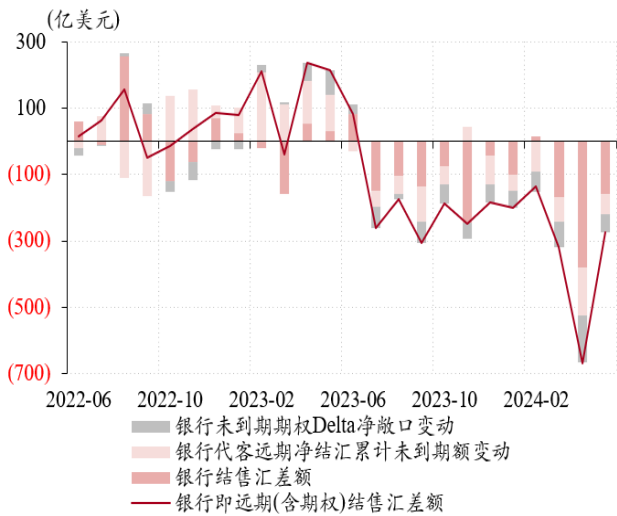
5 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）延续 2023 年 7 月以来逆差态势，逆差规模由上月 669 亿降至 274 亿美元，为近 11 个月以来第四高。分项目看，银行代客结售汇逆差环比减少 223 亿美元，贡献了银行结售汇逆差降幅的 57%；银行外汇衍生品交易合计净卖出外汇 114 亿美元，较上月减少 174 亿美元，贡献率为 44%（见图表 12）。

当月，货物贸易结售汇由上月逆差 23 亿转为顺差 195 亿美元，贡献了银行代客结售汇逆差环比降幅的 97%；服务贸易结售汇逆差由上月 224 亿降至 165 亿美元，贡献了银行代客结售汇逆差环比降幅的 26%，该项逆差大于涉外收付款逆差 28 亿美元，环比回落了 60%（2023 年 9 月至 2024 年 4 月二者负偏离平均为 60 亿美元），主要是因为以服务贸易售汇/涉外支出衡量的购汇意愿环比回落了 11 个百分点（见图表 13、14）。当月，住户部门外汇存款环比减少 2 亿美元，上月则增加了 24 亿美元，表明住户部门囤积外汇情况有所改善。

从即期交易看，5 月份，人民币即期汇率均值较上月升值 0.1%，银行间市场即期询价成交量均值为 363 亿美元，创 2023 年 9 月以来新高（见图表 15），量价齐升对应市场主体结汇意愿增强、购汇动机减弱：剔除远期履约额之后的收汇结汇率结束此前“三连降”，环比回升 3.9 个百分点至 53.2%，付汇购汇率则较上月回落 1.6 个百分点至 64.4%（见图表 16）。**这显示 4 月份亚洲货币普遍承压时，境内外汇市场出现的结汇意愿减弱、购汇动机增强的顺周期、单边、羊群效应缺乏可持续性。**

从远期交易看，5 月份，银行代客远期结汇签约额环比增加 18 亿美元，远期购汇签约额减少 39 亿美元，且远期结汇履约额环比降幅（43 亿美元）大于远期购汇履约额（13 亿美元），因此银行代客远期净结汇累计未到期额环比降幅由上月 146 亿收窄至 60 亿美元，贡献了银行结售汇逆差降幅的 22%（见图表 12）。当月，远期结汇套保比率环比上升 0.7 个百分点至 6.5%，远期购汇套保比率环比回落 1.0 个百分点至 5.3%，一定程度上反映了中美利差倒挂程度继续加深的影响，1 年期美元兑人民币远掉期点数均值由上月 -2799 个基点降至 -2860 个基点（见图表 17）。

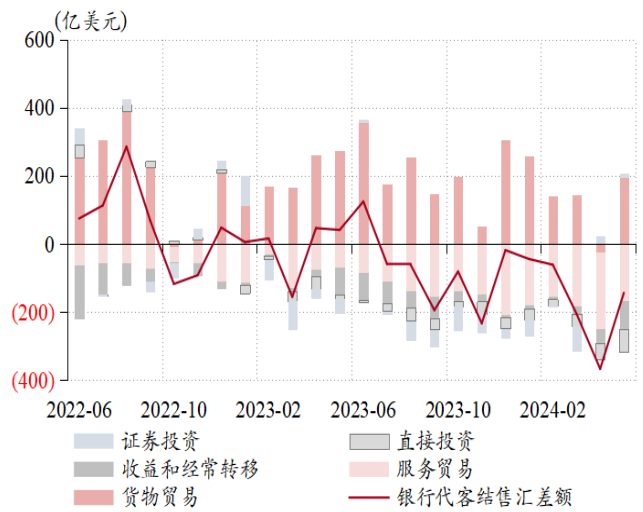
图表 12. 银行结售汇差额及项目构成



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

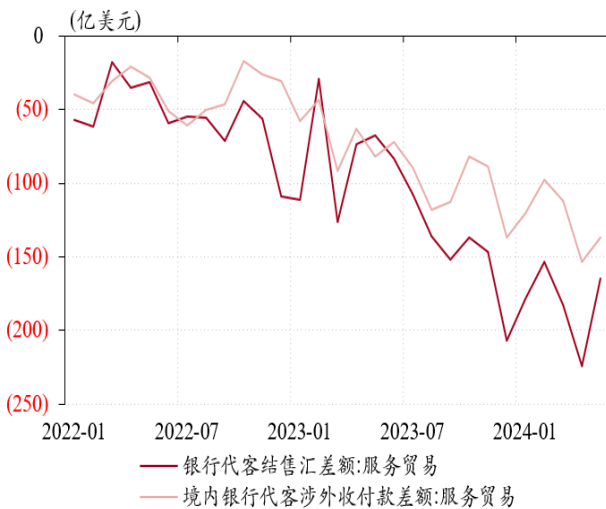
注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

图表 13. 银行代客结售汇差额及项目构成



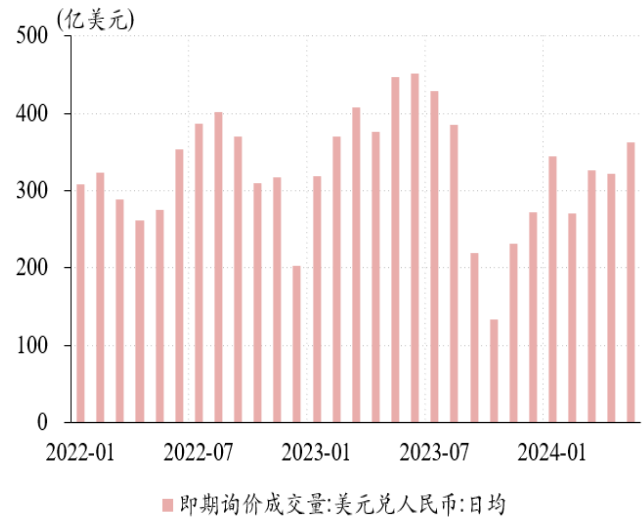
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 14. 服务贸易涉外收付款与结售汇差额



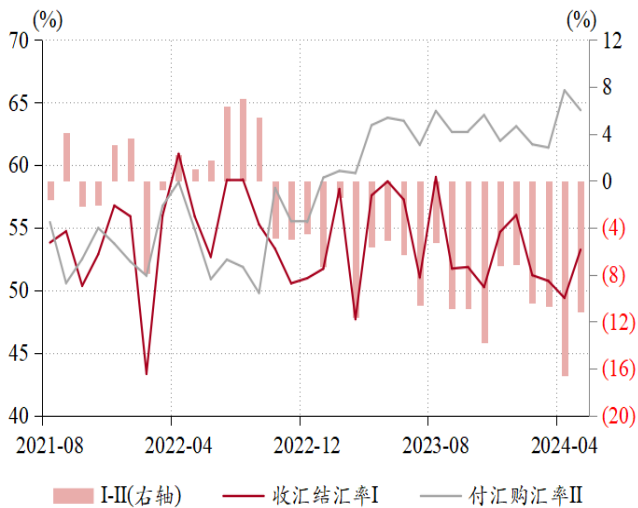
资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

图表 15. 银行间市场即期询价日均成交量



资料来源：Wind，中银证券

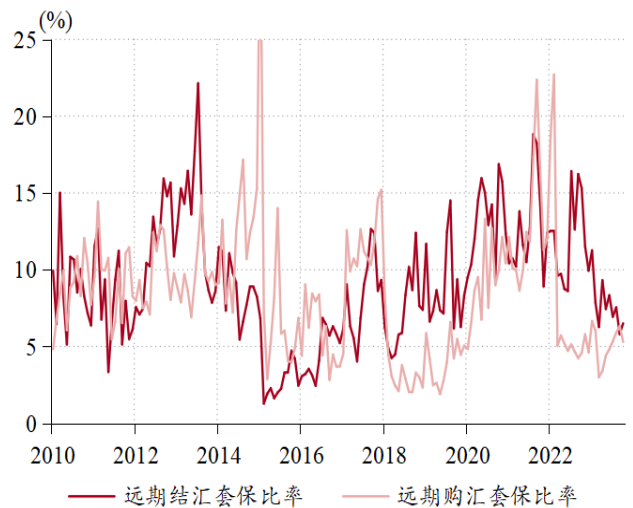
图表 16. 市场整体结售汇意愿变化 (剔除远期履约)



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 中银证券

注: (1) 收汇报率= (银行代客结汇-远期结汇履约)/银行代客涉外外币收入, 付汇报率= (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。

图表 17. 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)。

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任何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