



# 管涛 6 月外汇市场分析：市场 与政策因素共同发力 人民币 汇率双向波动明显



意见领袖 | 管涛、刘立品

## 摘要

6 月份，人民币汇率转为贬值，汇率预期以及 CNH 相对于 CNY 均转为偏贬值方向。上半年，人民币汇率呈现先涨后跌、再涨再跌的 W 型走势，双向波动明显。



5 月底 6 月初，境内人民币兑美元汇率出现一波急涨行情。受政府部门表态以及政策调控影响，人民币汇率急涨态势结束。6 月份，随着美元指数逐步回升，人民币汇率冲高回落；汇率预期从 5 月底的单边升值预期转向总体偏贬值方向；CNH 与 CNY 日均差价由负转正。

6 月份，市场结汇动机增强、购汇意愿减弱。6 月 17 日至 23 日，人民币加速贬值时，银行间市场即期询价成交量迅速增加，日均成交 483 亿美元，较 2020 年 12 月份的日均成交量高出 10%。不排除人民币急跌，触发了国内企业逢高抛售外汇。

6 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差环比收窄，一方面是因为银行自身结售汇转为逆差，不排除银行提前购汇对外支付股息红利；另一方面是因为银行未到期远期净结汇下降，这是当月远期结汇履约多于购汇、远期购汇签约增加多于结汇的结果。

6 月份，调整后的银行代客即远期（含期权）结售汇差额与银行代客涉外外汇净流入规模的缺口为-69 亿美元，小于 4、5 月份的负缺口，显示 6 月份国际收支口径的跨境资本偏流出压力减轻。当月，我国股市、债市跨境资金净流入规模均出现下降。

上半年，人民币汇率呈现先涨后跌、再涨再跌的 W 型走势，印证了我们此前报告中，关于 2021 年人民币汇率走得没有大家想象的那么强的猜测。同期，跨境贸易中人民币计价结算占比较低，美元依然是银行代客涉外收付主要币种。可见，在管理汇率风险方面，外币结算币种多元化依然任重道远。

正文

7 月 23 日，国家外汇管理局发布了 6 月份外汇收支数据。现结合最新

数据对 6 月份外汇市场的具体分析如下：

人民币汇率明显回落，但月均汇率变化幅度较小，汇率预期重新分化

5 月底 6 月初，境内人民币兑美元汇率出现了一波急涨行情，中间价和下午四点半收盘价均创下三年来的新高。在此背景下，当局通过密集发声和果断出手，加强了汇率预期管理，初步遏制了境内外汇市场追涨杀跌的顺周期羊群效应（见图表 1）。

图表 1.5 月底 6 月初政府部门出台的外汇政策和相关表态

时间	政策表态
5 月 23 日	刘国强副行长就人民币汇率问题答记者问时指出，未来人民币汇率双向波动成为常态；以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，在当前和未来一段时期都是适合中国的汇率制度安排；人民银行将保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
5 月 27 日	全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调，没有任何人可以准确预测汇率走势；坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为；持续引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，警告久赌必输。
5 月 31 日	为加强金融机构外汇流动性管理，中国人民银行决定，自 2021 年 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%。
6 月 2 日	国家外汇管理局启动新一轮合格境内机构投资者（QDII）额度发放，共向 17 家机构合计发放 103 亿美元投资额度，为有史以来批准额度最多的一次。

资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

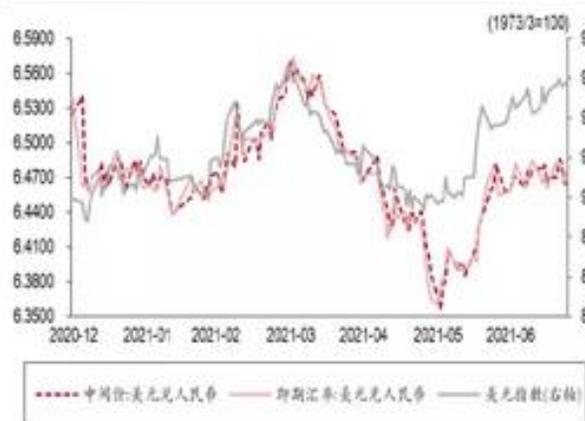
6 月份，随着美元指数逐步回升，人民币汇率冲高回落。全月，美元指数反弹了 2.8%，境内人民币汇率中间价和收盘价分别下跌 1.4% 和 1.6%。其中，6 月 17 日至 23 日人民币贬值速度较快，中间价、收盘价分别贬值了 0.8%、1.3%。此后，美元指数继续上涨，但人民币汇率基本转为震荡。6 月 24 日至 7 月 23 日，美元指数上涨了 1.2%，人民币汇率中间价微贬 0.04%，收盘价微升 0.08%（见图表 2）。

虽然全月人民币汇率跌幅较大，但均价保持了基本稳定。当月，中间价均值环比微涨 0.14%，收盘价均值环比微跌 0.03%（见图表 3）。同期，

滞后3个月环比的收盘价均值上涨1.3%，较上月扩大了0.7个百分点，但滞后5个月环比的收盘价均值上涨0.7%，较上月收敛了1.1个百分点（见图表4）。这表明汇率变动对因疫情原因收汇账期拉长的出口企业财务压力减弱。

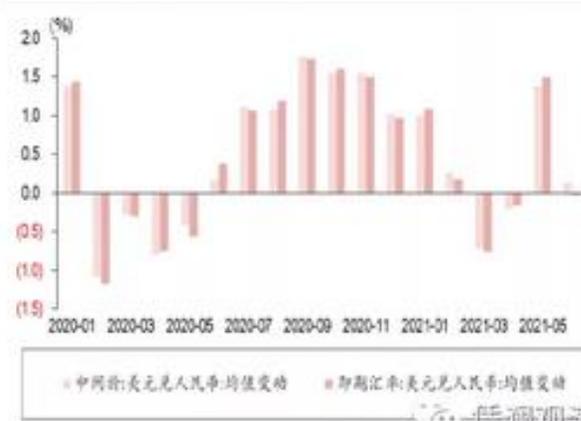
从多边汇率来看，6月份人民币名义有效汇率指数上涨0.4%，但由于境内通胀低于海外通胀，人民币实际有效汇率指数微跌0.1%，已经连续四个月下跌，有利于维护出口竞争力（见图表5）。

图表2. 人民币汇率和美元指数走势



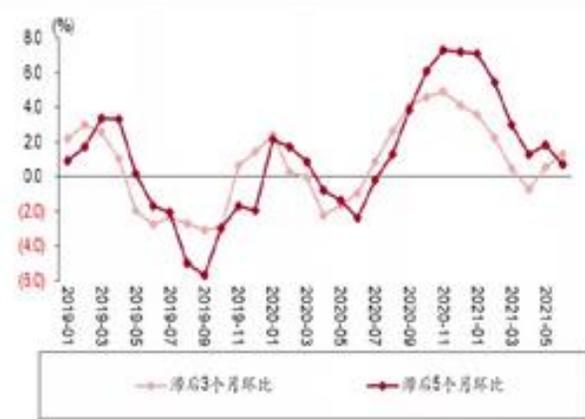
资料来源：万得，中银证券

图表3. 人民币汇率中间价、收盘价月度均值变动



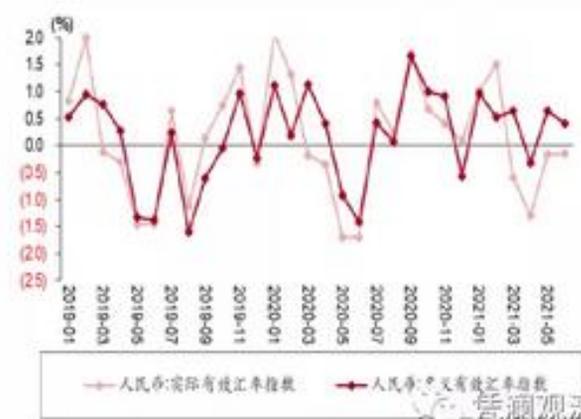
资料来源：万得，中银证券

图表4. 人民币汇率月度均值3、5个月环比涨幅



资料来源：万得，中银证券

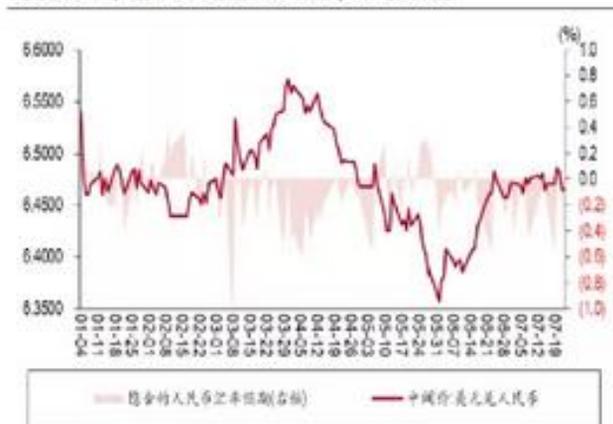
图表5. 人民币名义和实际有效汇率指数月度变动



资料来源：BIS，万得，中银证券

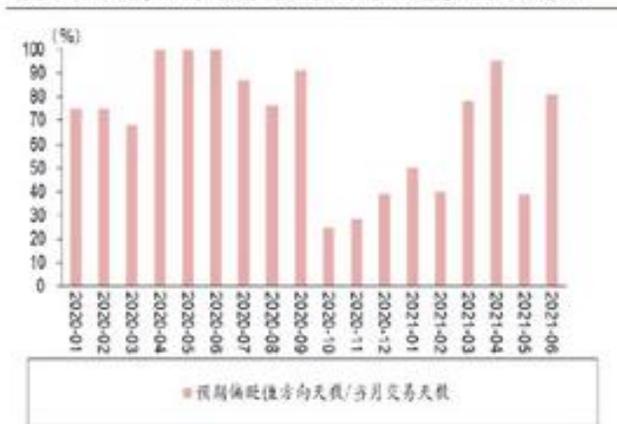
随着人民币汇率重新转为双向波动，5月底的市场单边升值预期得到扭转。6月份，1年期NDF隐含的人民币汇率预期再度转向总体偏贬值方向，贬值预期均值为0.18%（见图表6）。当月，21个交易日中，有17个交易日为偏贬值预期，占到81%，上月此项占比为39%（见图表7）。这显示前期先发制人的汇率预期管理是及时也是有效的。

图表 6.1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券  
 注：隐含的汇率预期=中间价（1年期NDF-（1年期远掉期/10000））-1；  
 1年期远掉期=（买入价\*卖出价）/2；如果内地市场和香港市场只有一个  
 开市，即沿用闭市市场的上一个交易日的价格；负值代表贬值预期，正  
 值代表升值预期。

图表 7. 人民币汇率预期偏贬值方向的交易日占比情况

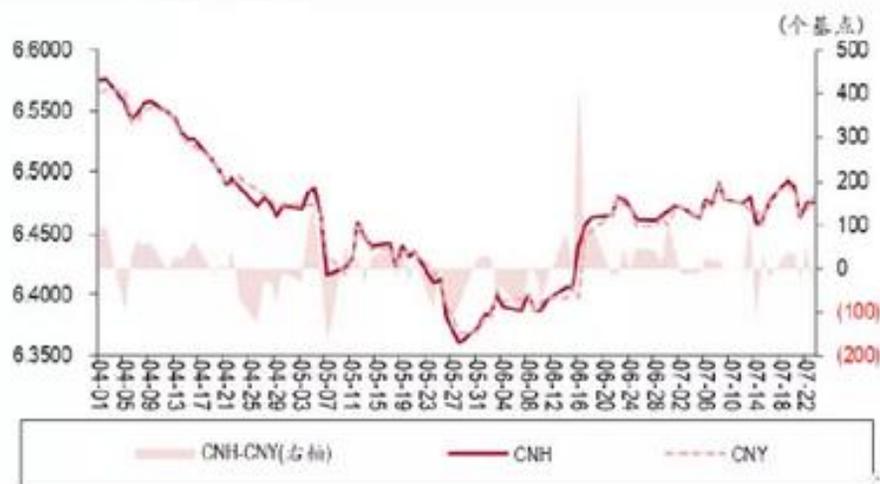


资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

凭澜观涛

6月份，境外人民币汇率（CNH）相对境内人民币汇率（CNY）总体偏贬值方向，境内外日均差价为+32个基点，上月为-9个基点（见图表8）。这显示本轮做多人民币的投机势力有所退潮，上月底境外抢跑人民币升值未果后，迅速转为做空。

图表 8. 境内外人民币汇率走势及其差价



资料来源: ICAP, 万得, 中银证券

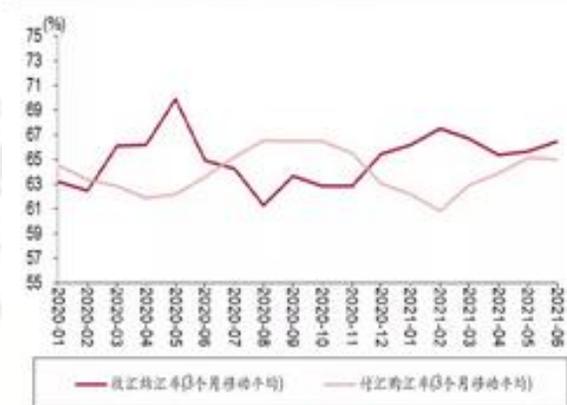
市场结汇动机增强、购汇意愿减弱，低买高卖的汇率杠杆调节作用继续正常发挥

当月，3 个月移动平均的收汇结汇率为 66.5%，环比提高 0.8 个百分点；付汇购汇率为 65.1%，环比微降 0.2 个百分点。二季度，人民币汇率中间价均值环比上涨 0.4%，但收汇结汇率环比回落了 0.2 个百分点，付汇购汇率回升了 2.1 个百分点（见图表 9）。

进一步分析，6 月份，银行间市场即期询价成交量均值为 396 亿美元，较上月减少 32 亿美元。其中，6 月 17 日至 23 日，人民币加速贬值时，成交量迅速增加。6 月 17、18 和 21 日，人民币汇率收盘价分别较上一交易日下跌 303、131、297 个基点；6 月 21 日至 23 日，人民币汇率收盘价较当日中间价下跌 159、120、187 个基点。其间，各交易日成交量分别为 496、448、499、484 和 489 亿美元，日均成交 483 亿美元（见图表 10），较 2020 年 12 月份的日均成交量高出 10%。不排除人民币急跌，

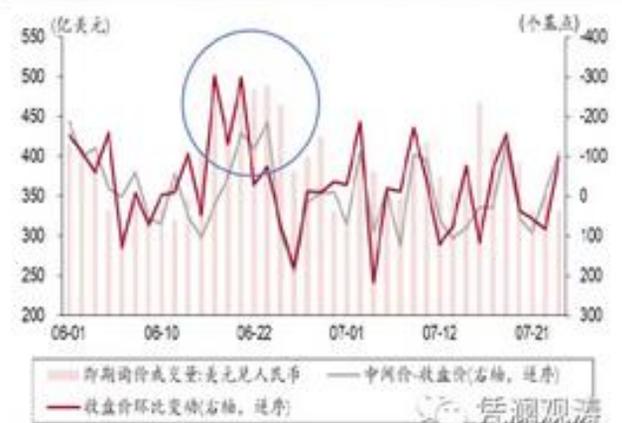
触发了国内企业逢高抛售外汇，落袋为安。

图表 9. 市场主体结售汇动机变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 10. 人民币汇率与即期询价成交量变化



资料来源：中国货币网，万得，中银证券

境内外汇供求缺口收窄，主要是因为银行自身结售汇转为逆差和银行未到期远期净结汇下降

6 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差 255 亿美元，环比减少 74 亿美元。其中，银行即期结售汇顺差 220 亿美元，环比减少 8 美元（银行自身结售汇逆差 151 亿美元，上月为顺差 12 亿美元；银行代客结售汇顺差 371 亿美元，上月为 217 亿美元）；银行代客远期净结汇未到期额环比减少 19 亿美元（上月增加 94 亿美元），银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇金额环比增加 53 亿美元（上月增加 7

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_32730](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32730)

