



**管涛：贸易大顺差仍是人民币
汇率的重要支撑，外资减持人
民币债券收敛较多**



意见领袖 | 管涛 刘立品

摘要

7 月份，人民币汇率窄幅震荡贬值，境内外汇供求盈余环比增加，经常项目外汇收支状况好于资本项目，市场重新转向以防范人民币升值风险为主。

7 月份，人民币汇率维持窄幅震荡贬值，贬值阶段主要始于 7 月 12 日，先后反映了美元指数上涨，国内经济数据低于预期，以及疫情多点散发等因素影响。人民币兑美元贬值但相对其他非美货币偏强，缓解了出口企业财务压力，但继续削弱出口竞争力。

7 月份，境内外汇供求盈余环比增加，市场主体结汇意愿仍然强于购汇意愿，二者差额创 2021 年以来新高，显示在人民币窄幅震荡贬值背景下，汇率杠杆调节作用正常发挥。

7 月份，货物贸易进出口顺差再创新高，带动结售汇顺差扩大；收益和经常转移项下涉外收付款逆差和结售汇逆差均较上月收窄，显示外资利润汇回压力减轻；直接投资跨境收付和外汇收支均转为逆差，属于平衡区间内的正常波动；受美联储紧缩预期加强，以及国内疫情反复影响，证券投资项下跨境资金净流出压力有所加大。

7 月份，陆股通项下累计成交额在经历连续三个月的净买入之后转为净卖出，带动股票市场跨境资金重回净流出。当月，债券通项下境外机构

减持人民币债券规模收窄较多，或与同期美债收益率下行、中美利差收窄有关。其中，国债在连续五个月遭到净减持之后转为净增持，政策性银行债净减持规模为 2022 年 2 月份以来新低。

7 月份，银行代客结售汇中的远期履约占比仍处于高位，表明前期市场主体对冲汇率波动风险（尤其是贬值风险）的力度较大；远期结汇对冲比例环比升幅较大，且位于远期购汇对冲比例上方，表明市场转向以防范人民币升值风险为主。

风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期



正文

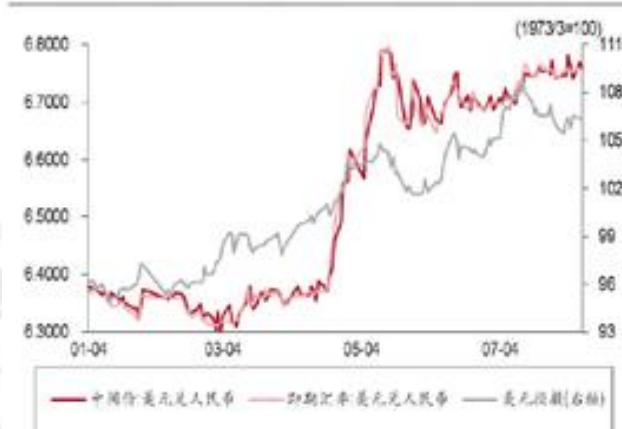
8月15日，国家外汇管理局发布了2022年7月份外汇收支数据。现结合最新数据对7月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

在内外多重因素影响下，境内外汇市场展现出较强韧性

7月份，人民币汇率维持窄幅震荡贬值，贬值阶段主要始于7月12日，当天即期汇率回落269个基点，截至月末累计贬值0.5%。贬值阶段前期主要受美元指数上涨影响：7月13日美国劳工部发布的6月CPI数据再创新高并超出预期，市场一度定价美联储7月份可能加息100bp，次日美元指数升至108.6，创2002年9月份以来新高。此后，随着美联储激进加息预期缓解、经济衰退预期增强，美元指数逐步回落。不过，人民币并未随之升值，主要与国内经济数据低于预期（7月15日国家统计局发布中国二季度GDP增速为0.4%，而市场预期增长1%以上）、疫情多点散发等因素有关（见图表1）。

当月，人民币汇率中间价最低跌至6.7731，最高升至6.6863，最大振幅为1.3%，与6月持平，但明显小于4、5月份最大振幅；月末中间价为6.7437，累计贬值0.5%，小于4至6月份各月贬值幅度；当月中间价均值为6.7324，环比下跌0.5%，6月上涨0.1%，而4、5月份则分别下跌了1.3%、4.2%（见图表2）。

图表 1. 2022 年以来人民币兑美元汇率与美元指数走势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2022 年以来人民币汇率中间价最大振幅和变动幅度



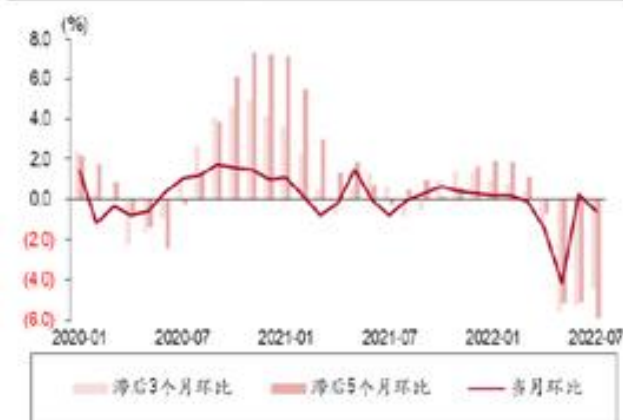
资料来源：万得，中银证券

人民币兑美元贬值但相对其他非美货币偏强，缓解了出口企业财务压力，但继续影响出口竞争力

7 月份，滞后 3 个月和 5 个月环比的收盘价均值仍然延续前三个月的跌势，环比分别下跌了 4.4%、5.8%，前者跌幅较上月收窄 0.8 个百分点，后者跌幅则较上月扩大 0.7 个百分点，意味着人民币汇率对出口收款账期较长的企业造成的财务压力减轻（见图表 3）。

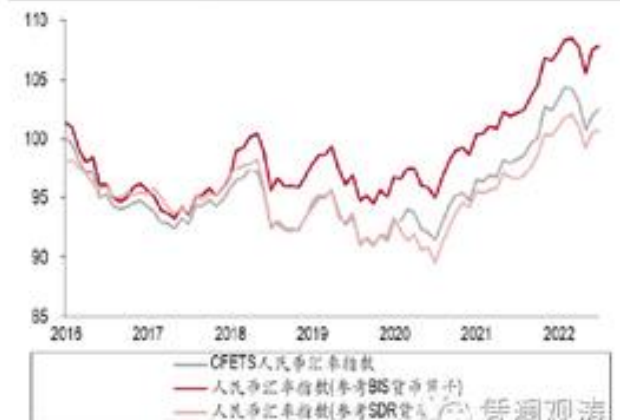
7 月份，虽然人民币兑美元贬值，但在银行间外汇市场（CFETS）交易的 24 种货币中，人民币兑 10 种货币升值，兑卢布升值幅度高达 18.7%，月末 CFETS 人民币汇率指数升至 102.6，较上月末上涨 0.6%。参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数累计分别上涨了 0.3%、0.2%（见图表 4）。

图表 3. 人民币汇率收盘价均值变动情况



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 三大人民币汇率指数表现



资料来源：万得，中银证券

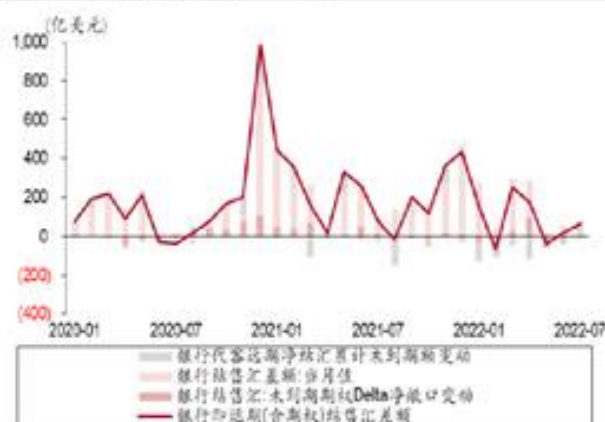
境内外汇供求盈余环比增加，市场主体结汇意愿仍然强于购汇意愿

7 月份，银行即远期（含期权）结售汇继续保持顺差，顺差规模由上月 17 亿美元增至 65 亿美元。其中，银行即期结售汇由上月顺差 59 亿美元转为逆差 9 亿美元（银行自身结售汇逆差由上月 16 亿美元扩大至 123 亿美元，与银行季节性购汇对外支付股息红利有关；代客结售汇顺差由上月 75 亿美元增至 114 亿美元），是 2020 年 9 月份以来的首次逆差；银行代客远期净结汇累计未到期额增加 77 亿美元，未到期期权 Delta 敞口净结汇余额减少 2 亿美元，这导致银行为对冲代客外汇衍生品交易的风险敞口，提前在即期外汇市场合计净卖出 74 亿美元外汇，是当月境内外汇供求保持盈余的主要原因（见图表 5、6）。

7 月份，剔除远期履约额之后，代客结汇额占涉外外汇收入比重为 58.8%，代客购汇额占涉外外汇支出比重为 52.5%，分别较上月提升了 6.1 个百分点、1.6 个百分点，二者差额由上月 1.8 个百分点扩大至 6.4 个百分点，创 2021 年以来新高，显示在人民币窄幅震荡贬值背景下，汇率杠杆

调节作用正常发挥（见图表 7）。

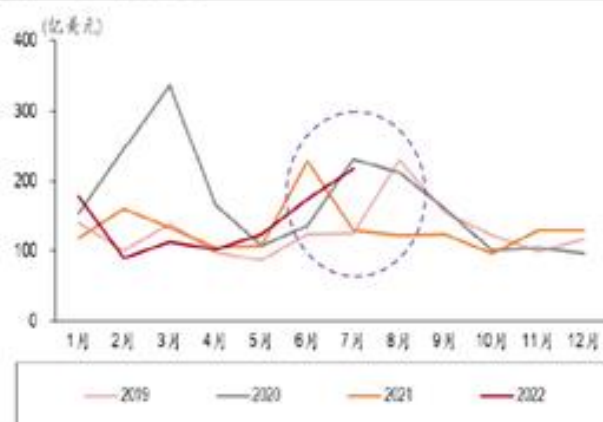
图表 5. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

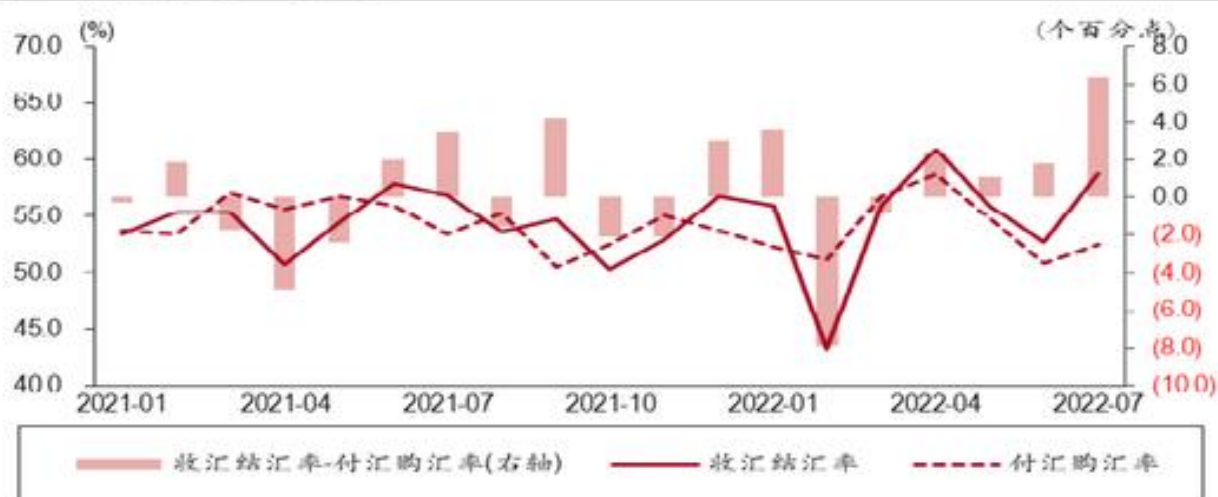
注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期顺差环比变动+未到期期权 Delta 净敞口环比变动。

图表 6. 银行自身售汇额



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

图表 7. 市场整体结售汇意愿变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 收结汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付结购汇率=（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+当月远期结（购）汇累计未到期。

货物贸易进出口顺差再创新高，带动结售汇顺差扩大，外资利润汇回压力减轻

7 月份，在全球经济逐步放缓背景下，中国出口仍然保持强劲增长，

带动货物贸易顺差升至 1013 亿美元，再创历史新高。同期，外汇局公布的可比口径的货物贸易涉外收付款顺差为 421 亿美元，货物贸易顺差不顺收缺口小幅扩大至 592 亿美元（见图表 8）。当月，货物贸易项下结售汇顺差规模由上月 254 亿美元增至 307 亿美元，贡献了银行代客结售汇顺差增幅的 139%（见图表 9）。

7 月份，收益和经常转移项下涉外收付款逆差和结售汇逆差分别为 230 亿、93 亿美元，虽然仍高于历史同期水平，但二者分别较上月减少 145 亿、68 亿美元，主要是涉外支出和购汇额减少所致，符合季节性规律（见图表 10、11）。当月，收益和经常转移项下结售汇逆差降幅贡献了银行代客结售汇顺差增幅的 178%（见图表 9）。

图表 8. 货物贸易顺差顺收的背离



图表 9. 银行代客结售汇差额及主要构成



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_45266

