

人民币升值下的“持汇观望”

研究院

研究员

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

联系人

朱思谋

☎ 0755-23887993

✉ zhusimou@htfc.com

从业资格号: F03142856

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

核心观点

■ 数据核心看点

一、**结售汇顺差显著回升，但驱动力主要来自银行自身端。**4月银行结售汇顺差由159.76亿美元大幅扩大至400.80亿美元，其中代客端顺差由354.62亿走阔至420.27亿、小幅多增约66亿，而银行自身结售汇逆差由-194.86亿收窄至-19.47亿、收窄约175亿，贡献了顺差增量的七成以上。这表明顺差的扩张更多反映银行自身头寸调整及远期履约、期权行权等阶段性因素，而非实体部门结汇动能的趋势性增强。

二、**人民币升值背景下，市场结汇意愿稳中有降、主体行为趋于理性。**4月美元兑人民币即期贬值1.08%、人民币延续偏强，但银行间即期成交量均值降至417.56亿美元、市场观望情绪上升；剔除远期履约后的收汇结汇率回落至50.15%（环比降8.02个百分点）、付汇购汇率降至49.78%（降5.26个百分点），结汇率降幅明显更大，显示“逢高结汇”动能减弱。套保结构上，远期购汇套保比率和结汇套保比率基本持平，叠加未到期远期净结汇连续三个月维持在1000亿美元左右，反映企业预期由单边升值转向双向波动、汇率风险管理更趋均衡。

三、**跨境资金恢复净流入，经常项目与资本金融项目“双轮”改善。**代客涉外收付款由-320.69亿美元转为顺差619.45亿美元；经常项目顺差由303.43亿增至515.08亿，其中货物贸易顺差升至743.74亿、构成主力支撑，服务贸易逆差收窄至-47.66亿；资本与金融项目由-625.89亿逆差转为顺差95.79亿，核心驱动是证券投资由前值-532.18亿大幅转正至135.98亿，反映在美元走弱、外资回流新兴市场背景下境内人民币资产配置意愿明显回暖。

四、**外需韧性是顺差回升的基本面根基，但强顺差并未完全转化为结汇盘。**全球制造业PMI升至52.60、主要发达经济体景气普遍回暖，为外需提供有利环境；4月我国进出口同比增长14.2%（出口增9.8%、进口增20.6%），货物贸易顺差维持高位、出口韧性凸显。整体看，4月结售汇顺差回升以外需驱动为主，外汇市场韧性进一步增强、预期总体稳定；但受企业结汇意愿走弱、持汇观望情绪上升影响，强劲贸易顺差更多沉淀为企业外汇存款或用于对外支付，并未同等强度地转化为结汇需求。

■ 汇率近期观点

人民币升至三年高位后于6.82下方企稳，本轮升值由“弱美元+强出口”共振驱动。离岸与在岸人民币先后于5月初升破6.80、进入6.7区间，创下2023年2月以来新高，此后基本在6.82下方窄幅运行。支撑主要来自两条线索：一是美元结构性走弱，市场对美联储换届、财政赤字与美债信用的担忧持续压制美元指数；二是中国外贸超预期

期，4月出口同比增长14.1%、贸易顺差扩大至约848亿美元，叠加结汇需求相应释放与人民币资产信心回升。但需注意，同期工业增加值增速降至2023年7月以来最低、零售与固定资产投资走弱，显示这轮升值更多是外部与资金面驱动。

整体看，人民币短期偏强但进一步升值空间受限，更可能在6.76–6.82区间维持有管理的双向波动，升值斜率趋缓、波动率温和。一个重要的边际变化在美联储：沃什已于5月22日正式就任第17任主席，但市场原本期待的“换届鸽派红利”并未兑现——临近就职，沃勒等官员主张删除政策声明中的“宽松倾向”，叠加能源价格推升的通胀粘性（核心PCE仍近3%），年内降息预期迅速收敛、一度转为定价加息，美元短端因此重获支撑，这构成对人民币升值的直接约束。再叠加央行稳汇率取向（中间价稳定、LPR按兵不动）与偏软的内需，人民币升值压力有所缓解。后续重点跟踪三条线索：一是沃什6月首次主持的FOMC；二是中东与油价；三是7月政治局会议对增长目标与政策力度的定调。

■ **风险：**地缘政治风险；全球经济超预期下行；中美关系；海外流动性风险冲击。

目录

核心观点	1
市场供需关系分析	4
外汇市场供需平衡	4
远期结汇购汇意愿	5
结售汇结构分析	6
银行自身结售汇	6
银行代客结售汇	6
解构 4 月结售汇	8
证券投资	8
货物贸易	9
服务贸易	10

图表

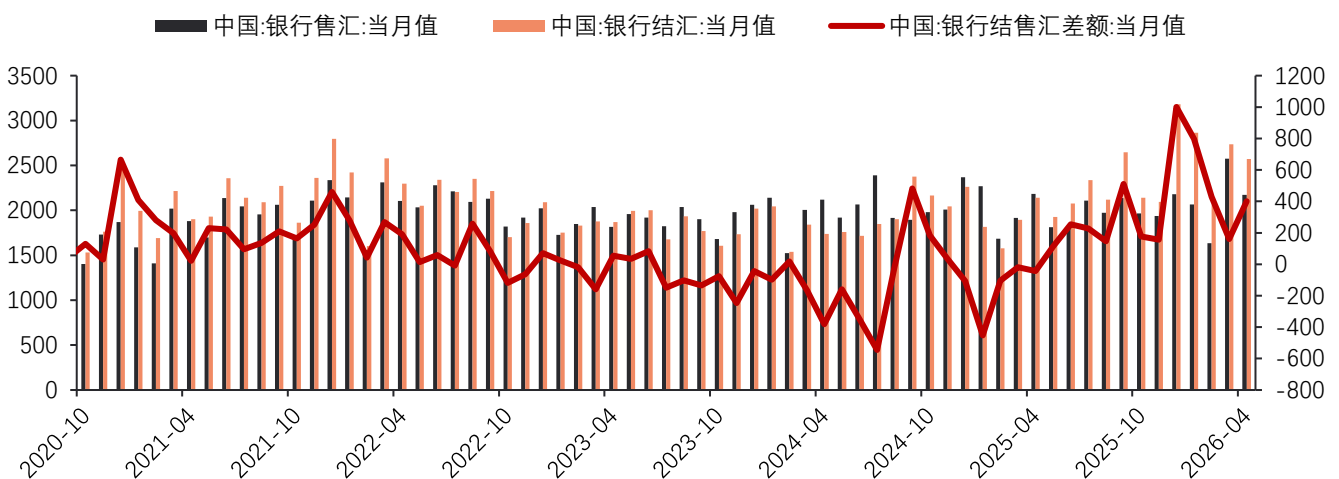
图 1: 银行结售汇 单位: 亿美元	4
图 2: 银行自身结售汇 单位: 亿美元	5
图 3: 银行代客结售汇 单位: 亿美元	5
图 4: 银行即远期结售汇 单位: 亿美元	6
图 5: 代客远期结汇累计未到期额 单位: 亿美元	6
图 6: 收付汇率 单位: %	6
图 7: 远期结售汇套保比率 单位: %	6
图 8: 银行结售汇总量 单位: 无	7
图 9: 境内银行代客涉外收付款 单位: 无	7
图 10: 银行代客涉外收付款差额分项: 经常项目 单位: 亿美元	7
图 11: 银行代客涉外收付款差额分项: 资本与金融项目 单位: 亿美元	8
图 12: 陆股通成交量 单位: 亿笔/亿元	8
图 13: 债券境外托管量 单位: 亿元	8
图 14: 全球和主要国家制造业 PMI 单位: %	9
图 15: 中国进出口同比和美元兑人民币 单位: 无	10
图 16: 全球及主要国家服务业 PMI 单位: %	10

市场供需关系分析

外汇市场供需平衡

4 月份，银行结售汇顺差由前值 159.76 亿美元回升至 400.80 亿美元，环比大幅走阔，当月银行结汇 2573 亿美元、售汇 2172 亿美元，1—4 月累计顺差 1788 亿美元；同期银行代客涉外收付款顺差 620 亿美元，跨境资金恢复净流入。需要指出的是，顺差回升更多体现为外部冲击后的市场再均衡而非结汇意愿走强——综合 3、4 月看，银行月均净结汇约 280 亿美元，仍低于去年末和今年初水平，4 月企业结汇意愿稳中有降、外汇收入结汇率环比回落，反映市场预期总体稳定、主体行为趋于理性，外汇市场韧性进一步增强。

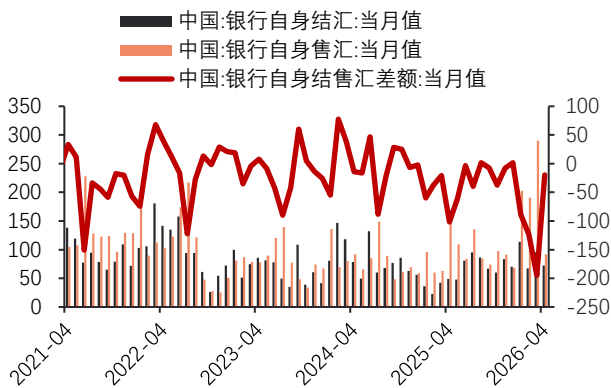
图1： 银行结售汇 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

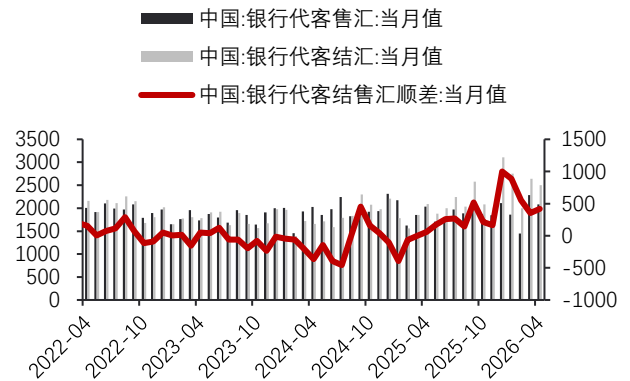
从结构拆分看，4 月结售汇顺差由 159.76 亿美元扩大至 400.80 亿美元，主要由两端共同贡献：代客端顺差由前值 354.62 亿美元走阔至 420.27 亿美元，银行自身结售汇逆差由 -194.86 亿美元大幅收窄至 -19.47 亿美元。值得注意的是，本月顺差的回升更多源于银行自身端，其逆差收窄约 175 亿美元，贡献了顺差增量的七成以上，而代客端仅小幅增多约 66 亿美元——这与企业结汇意愿稳中有降、外汇收入结汇率环比回落的特征相印证，表明实体部门结售汇行为总体平稳，顺差的扩张更多反映银行自身结售汇头寸调整及远期履约、期权行权等因素的阶段性变化，而非市场结汇动能的趋势性增强。

图2： 银行自身结售汇 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3： 银行代客结售汇 | 单位：亿美元



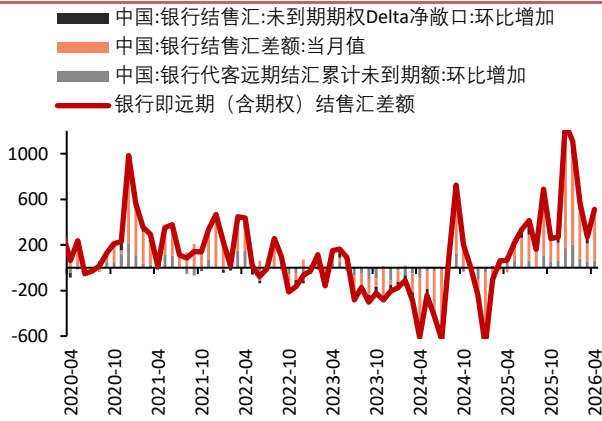
数据来源：Wind 华泰期货研究院

远期结汇购汇意愿

4月，美元兑人民币即期汇率较上月贬值1.08%，人民币延续偏强格局，这一走势与中东局势缓和、美元走弱背景下人民币的被动升值相印证。但即期市场活跃度有所降温，银行间即期询价成交量均值降至417.56亿美元，较上月明显减少，反映市场观望情绪上升。结汇、购汇意愿同步回落：剔除远期履约后的收汇结汇率回落至50.15%，环比大幅下降8.02个百分点；付汇购汇率亦下降5.26个百分点至49.78%。结汇率降幅明显大于购汇率，表明在人民币快速升值后，企业结汇行为趋于谨慎、“逢高结汇”动能减弱，更多选择持汇观望或等待汇率双向波动中的更优窗口，与企业结汇意愿稳中有降的总体特征一致。

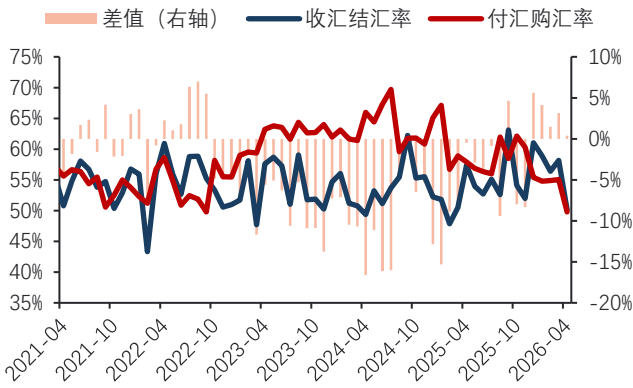
远期及套保结构的调整进一步印证了市场预期的边际变化。远期售汇签约额环比增加61.70亿美元，结汇签约额环比减少47.30亿美元；履约端，远期结汇履约环比减少55.67亿美元，远期购汇履约增加50.37亿美元，显示企业在锁定未来购汇成本、对冲后续付汇需求方面更为积极，而远期结汇的签约与履约动能同步走弱。受此影响，未到期远期净结汇规模连续三个月维持在1000亿美元左右，整体头寸保持稳定。套保比率方面，4月远期结汇套保比率降至11.65%、环比回落2.61个百分点，远期购汇套保比率则升至11.90%、环比增加2.15个百分点，出企业汇率风险管理趋于均衡、对未来人民币走势的预期由单边升值转向双向波动。

图4： 银行即远期结售汇|单位：亿美元



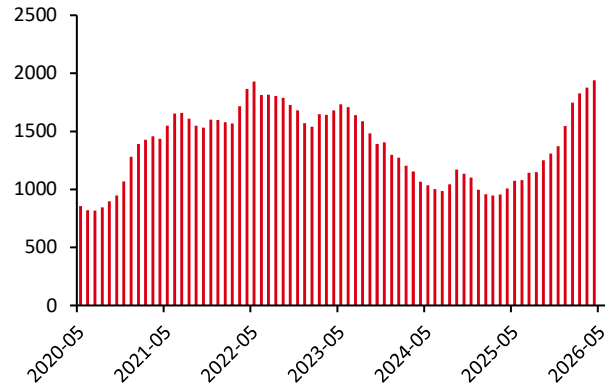
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 收付汇率|单位：%



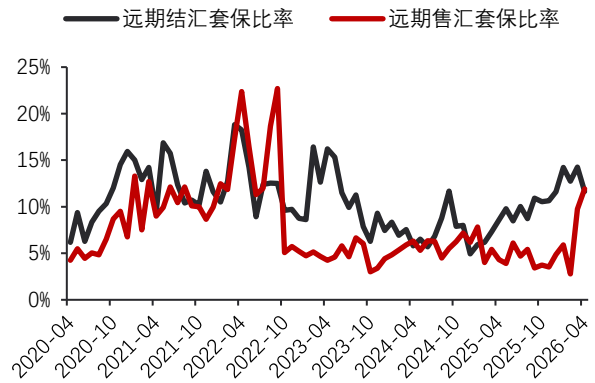
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 代客远期结汇累计未到期额|单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 远期结售汇套保比率|单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

结售汇结构分析

银行自身结售汇

银行结售汇的宏观数据分析中，银行内部结售汇活动并非重点关注对象。这些活动主要包括对外支付股息、红利、汇回海外利润和资本注入，资金规模小且具季节性。

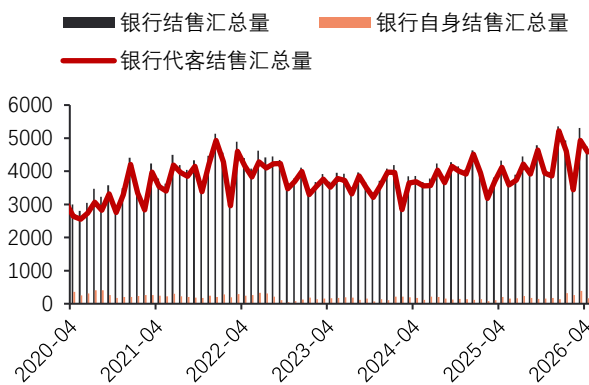
银行代客结售汇

4 月境内银行代客涉外收付款差从前值的 -320.69 亿美元升至 619.45 亿美元。经常

项目顺差由 303.43 亿美元增至 515.08 亿美元，其中货物贸易顺差上升至 743.74 亿美元，显示出口需求保持韧性；服务贸易逆差收窄至 -47.66 亿美元，主要受出境消费恢复缓慢影响；收益与经常转移项逆差扩大。

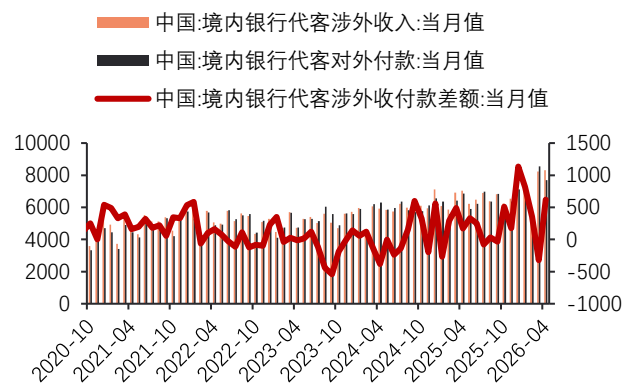
4 月资本与金融项目逆差从 -625.89 亿美元由顺转逆至 95.79 亿美元。证券投资由逆转顺至 135.98 亿美元，较前值 -532.18 亿美元改善明显。直接投资逆差缩小至 -47.94 亿美元，显示企业对外投资与利润再投资有所回暖。其他投资由 14.84 亿美元回落至 2.95 亿美元，波动相对温和。

图8：银行结售汇总量|单位：无



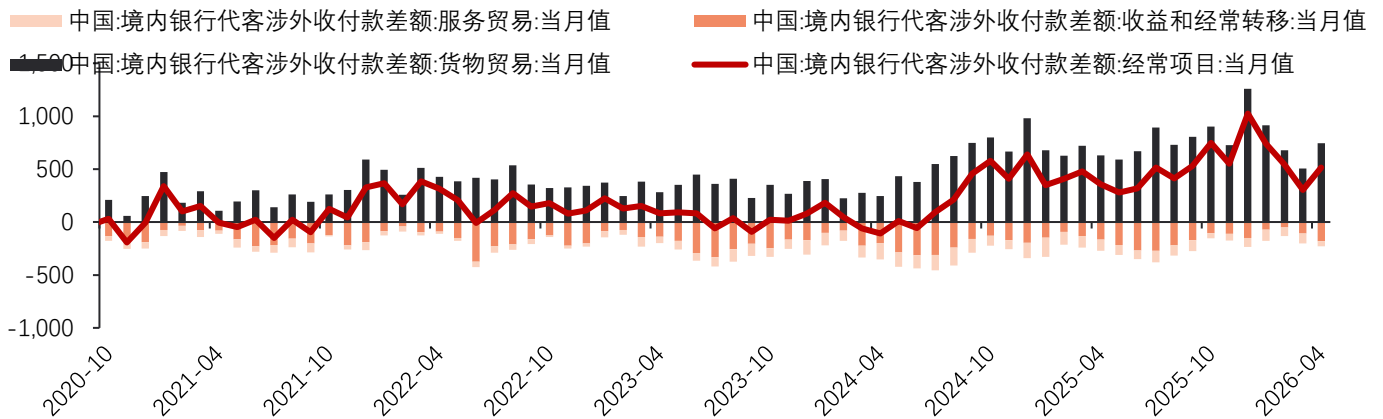
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9：境内银行代客涉外收付款|单位：无



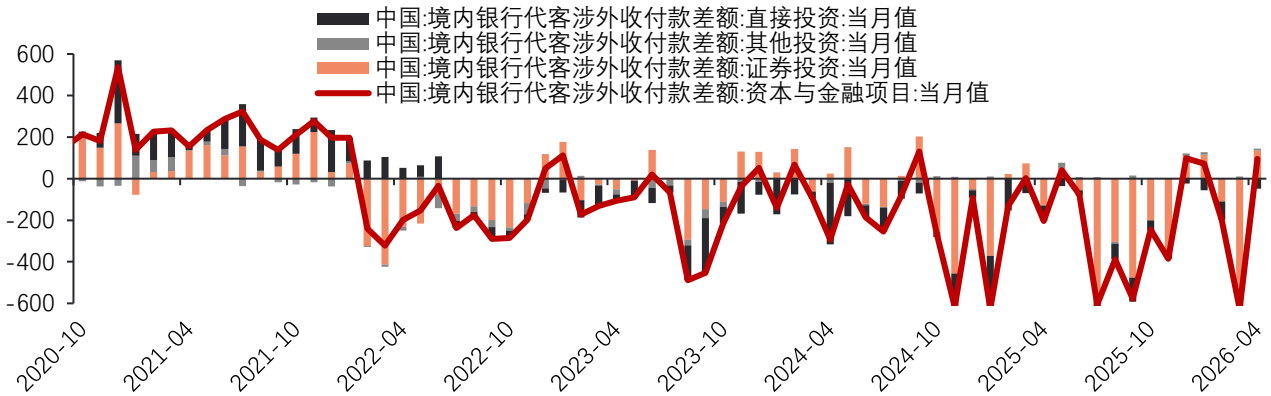
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10：银行代客涉外收付款差额分项：经常项目 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11: 银行代客涉外收付款差额分项: 资本与金融项目 | 单位: 亿美元



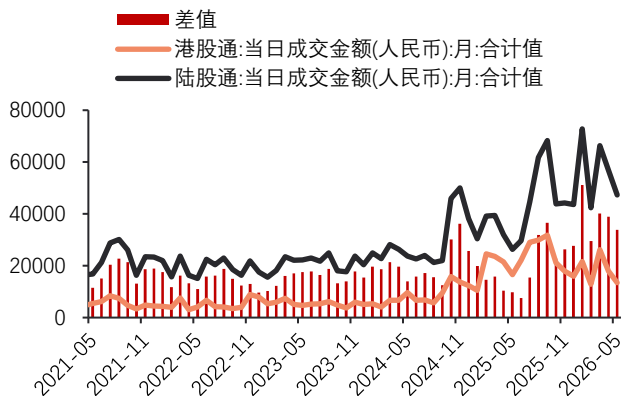
数据来源: Wind 华泰期货研究院

解构 4 月结售汇

证券投资

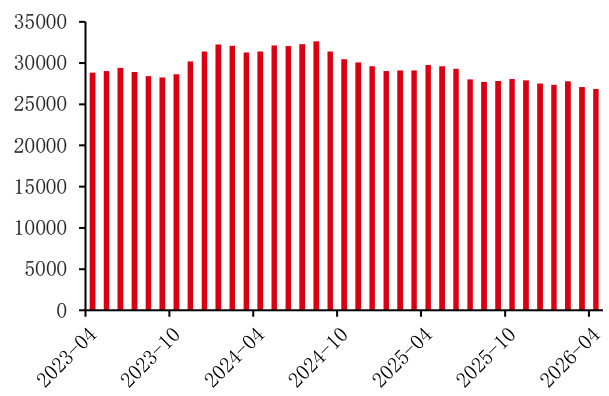
4 月, 境内资本市场跨境交投同步降温, 陆股通与港股通成交量分别回落至 56945.20 亿元和 17893.17 亿元, 南北向活跃度均较前期明显下降, 与同期银行间即期市场成交收缩所反映的观望情绪相呼应。相比之下, 境外债券托管量变动不大、仅温和下行, 显示配置型外资总体稳定, 未现趋势性减持。结合证券投资项由前值逆差大幅转为顺差 135.98 亿美元来看, 成交量回落更多体现为换手活跃度下降而非资金集中流出——在人民币走强、人民币资产吸引力回升背景下, 跨境证券资金整体仍维持净流入

图12: 陆股通成交量 | 单位: 亿笔/亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: 债券境外托管量 | 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

货物贸易

4月，全球制造业景气整体回暖，全球制造业 PMI 由 3 月的 51.30 升至 52.60，扩张动能进一步增强，为外需提供了相对有利的外部环境。分经济体看，主要发达经济体普遍走强：美国升至 54.50、欧元区升至 52.2，日本与韩国分别升至 55.10 和 53.60，日本、韩国等经济体制造业 PMI 均较前值明显回升，显示在贸易环境深度调整的背景下，全球产业链的修复与补库需求带动制造业活动延续扩张。相比之下，中国制造业 PMI 基本持平、报 50.30，虽仍处于扩张区间，但景气改善力度弱于主要外需经济体。这一“外强内稳”的格局对结售汇形成两方面影响：一方面，主要贸易伙伴需求回暖有助于支撑我国出口与货物贸易顺差，为外汇供给提供基本面支撑，与当月货物贸易顺差走阔的方向相互印证；另一方面，国内制造业景气持平也反映内需修复仍偏温和，企业结汇意愿稳中有降，使得顺差更多体现为外需驱动而非内生结汇动能的趋势性增强。

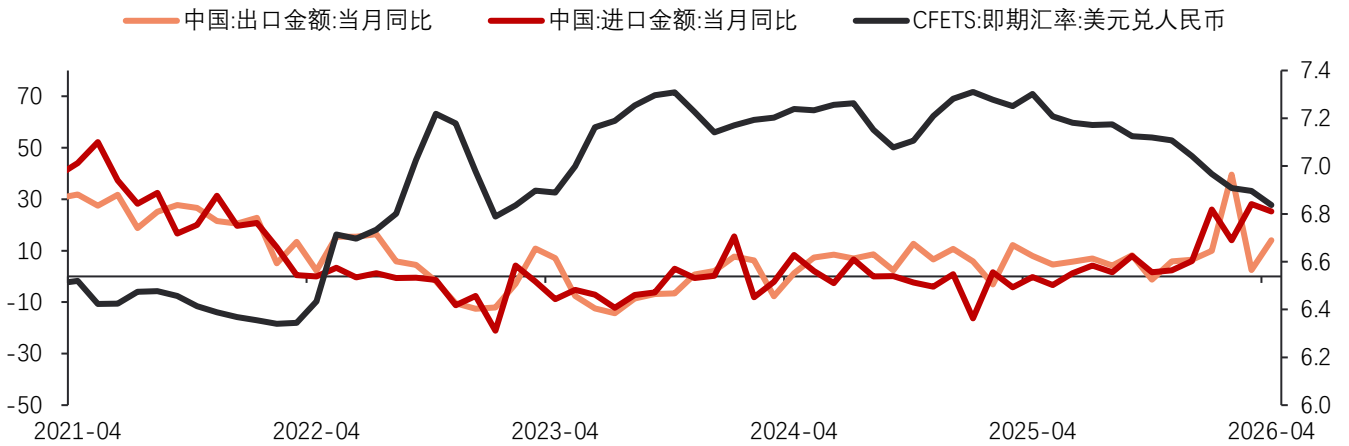
外需端，4 月我国进出口延续较强韧性。以美元计值，出口同比约 14.1%、进口同比约 25.3%，当月贸易顺差约 848 亿美元。出口的稳健增长印证了在外环境扰动下外贸基本面的支撑作用，与代客口径下货物贸易顺差升至 743.74 亿美元的方向相互呼应，为外汇供给提供了坚实基础；而进口增速持续高于出口，则反映国内生产与资源保障需求回暖、内需修复动能有所增强。整体看，4 月外贸“量稳质升”、出口韧性叠加进口走强，共同支撑货物贸易顺差维持高位，构成当月经常项目顺差扩大和结售汇顺差回升的核心基本面来源；但考虑到企业结汇意愿稳中有降、外汇收入结汇率环比回落，强劲的贸易顺差并未完全转化为同等强度的结汇盘。

图14： 全球和主要国家制造业 PMI | 单位：%

指标名称	单位	2026/05	2026/04	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06
全球	综合PMI		51.80	51.00	53.30	52.50	52.00	52.70	53.00	52.50	52.90	52.50	51.70
全球			52.60	51.30	51.80	50.90	50.40	50.50	50.90	50.70	50.90	49.70	50.40
美国		55.30	54.50	52.30	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90
欧元区			52.20	51.60	50.80	49.50	48.80	49.60	50.00	49.80	50.70	49.80	49.50
日本		54.50	55.10	51.60	53.00	51.50	50.00	48.70	48.20	48.50	49.70	48.90	50.10
韩国			53.60	52.60	51.10	51.20	50.10	49.40	49.40	50.70	48.30	48.00	48.70
新加坡			50.70	50.50	50.60	50.50	50.30	50.20	50.00	50.10	50.00	49.90	50.00
中国	制造业PMI		50.30	50.40	49.00	49.30	50.10	49.20	49.00	49.80	49.40	49.30	49.70
俄罗斯			48.10	48.30	49.50	49.40	48.10	48.30	48.00	48.20	48.70	47.00	47.50
印度		54.30	54.70	53.90	56.90	55.40	55.00	56.60	59.20	57.70	59.30	59.10	58.40
越南			50.50	51.20	54.30	52.50	53.00	53.80	54.50	50.40	50.40	52.40	48.90
泰国			52.70	54.10	53.50	58.30	57.40	56.80	56.60	54.60	52.70	51.90	51.70
马来西亚			51.60	50.70	49.30	50.20	50.10	50.10	49.50	49.80	49.90	49.70	49.30
墨西哥			47.70	48.90	47.10	46.30	46.10	47.30	49.50	49.60	50.20	49.10	46.30

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 中国进出口同比和美元兑人民币 | 单位：无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

服务贸易

4月,全球服务业景气有所放缓但仍处扩张区间,全球服务业PMI降至51.20。中国服务业PMI报49.60,回落至荣枯线下方、重回收缩区间,显示内需相关行业活动修复仍偏温和、动能尚不稳固。从主要经济体看,全球服务业走势明显分化:美国ISM非制造业PMI回升至53.60、景气重新走强,而欧元区服务业PMI降至47.60、延续收缩并较上月进一步走弱,日本亦小幅降至51.00;新兴经济体中印度服务业PMI虽回升至58.80、仍处于较高景气区间,但环比扩张力度有所减弱。整体看,中国服务业景气的边际回落反映内需修复仍需政策持续发力,对应到外汇市场,服务贸易项下出境旅行等消费恢复偏缓、相关购付汇需求释放有限,使得服务贸易逆差维持在相对收窄的水平。

图16： 全球及主要国家服务业 PMI | 单位：%

指标名称	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
全球:服务业PMI		51.20	50.80	53.40	52.70	52.40	53.30	53.40	52.90	53.40	53.50	51.80
中国:非制造业PMI:服务业		49.60	50.20	49.70	49.50	49.70	49.50	50.20	50.10	50.50	50.00	50.10
欧元区:服务业PMI		47.60	50.20	51.90	51.60	52.40	53.60	53.00	51.30	50.50	51.00	50.50
日本:服务业PMI	50.00	51.00	53.40	53.80	53.70	51.60	53.20	53.10	53.30	53.10	53.60	51.70
美国:ISM:非制造业PMI		53.60	54.00	56.10	53.80	54.40	52.60	52.40	50.00	52.00	50.10	50.80
印度:服务业PMI	58.90	58.80	57.50	58.10	58.50	58.00	59.80	58.90	60.90	62.90	60.50	60.40
俄罗斯:服务业PMI		49.70	49.50	51.30	53.10	52.30	52.20	50.20	47.00	50.00	48.60	49.20
巴西:服务业PMI		52.30	50.10	53.10	51.30	53.70	50.10	47.70	46.30	49.30	46.30	49.30

数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com