



从结售汇角度看人民币

——人民币结售汇系列（一）

研究院

研究员

蔡劭立 FICC 组

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

核心观点

本系列报告目的是研究供需对外汇走势的影响，而银行结售汇数据更是供需分析的重中之重，因此作为我们覆盖首选。

■ 数据核心看点

银行结售汇数据的层级：中国外汇市场的特点是多层次结构，银行间市场是核心层。这一核心层包括银行自身的外汇交易以及与客户相关的交易，包括代表客户进行的余额管理交易。在国家外汇管理局的监管框架内，银行的结算和销售活动分为两种不同类型：银行的自营交易活动和与客户相关的结算和销售服务。

代客结售汇数据：相比银行自身结售汇，银行代客结售汇数据能更准确反映企业和居民的结汇及购汇意愿，从而更好地体现市场对人民币汇率的预期。**首先**，银行代客业务占比超过 90%，具有较高的统计代表性。**再者**，在取消强制结汇后，代客数据能更精确地反映市场情绪。**此外**，代客结售汇与货币需求最为直接相关，是观察市场参与者行为的重要窗口。

远期结售汇意愿：远期结售汇意愿反映了外汇市场参与者对未来汇率风险的预期和管理策略。远期结汇意愿的增强表明企业对人民币未来走势相对乐观，更愿意锁定当前汇率以规避未来的贬值风险。远期购汇意愿的下降则显示出市场对人民币稳定性或走强的信心提升，减少了提前购汇的需求。

■ 7 月数据点评

7 月结售汇逆差持续。7 月结售汇差值为 -545.0 亿美元，尽管逆差不断扩大，但结售汇量与前期相比有所回升，这表明市场活动有所回暖。远期结售汇合同的增加进一步证实了这一点，表明市场参与者参与面向未来的外汇交易的意愿增强。

经常项目顺差正贡献增加，资本项目逆差存在拖累。7 月，银行代客涉外收付款逆差缩小至 138.8 亿美元，经常项目从逆差 58.1 亿美元转为顺差 92.8 亿美元，主要受货物贸易顺差上升的推动。资本与金融项目下逆差扩大至 255.1 亿美元，尤其是证券和直接投资逆差加剧，显示出资本外流压力加大。

市场参与者的结售汇意愿有所增强。银行间市场即期询价成交量均值达到 342.0 亿美元，较上个月的 306.7 亿美元有所上升。具体来看，剔除远期履约额后，收汇结汇率环比上升 2.6 个百分点至 53.7%；与此同时，付汇购汇率出现上升趋势，环比上升 2.4 个百分点。

市场出现逢低结汇的现象。从远期交易的角度来看，7月份银行代客远期结汇签约额环比增加了44.7亿美元，而远期售汇签约额则增加了12.2亿美元，企业对人民币汇率前景保持较为乐观的预期。同时，远期结汇套保比率环比上升了1.2个百分点至6.8%，而远期购汇套保比率则环比下降了0.05个百分点至6.29%。进一步证实了企业在远期交易中对人民币汇率的信心增强。

整体结售汇数据偏积极解读，目前仍维持区间震荡判断。7月份中国的结售汇逆差有所扩大，但银行代客涉外收付款逆差缩小，同时经常项目由逆差转为顺差。这表明货物贸易顺差的增加对外汇市场提供了支撑。尽管结售汇持续逆差，市场的即期询价成交量和远期交易签约额的增长显示出市场参与者对人民币汇率的信心提升。人民币汇率可能会受到这些积极信号的支撑。特别是远期结汇和售汇的签约额增加，暗示企业对人民币汇率前景持乐观态度。这种信心可能缓解部分结售汇逆差的压力，并有助于稳定或略微升值人民币兑美元的汇率。不过，由于当前国内外经济形势充满不确定性，需要密切关注相关政策动向和市场变化。

■ **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
前言.....	5
结售汇概述.....	6
结售汇的影响因子.....	8
季节性.....	8
国际收支结构.....	9
市场供需关系分析.....	10
外汇市场供需平衡.....	10
远期结汇购汇意愿.....	12
结售汇结构分析.....	13
银行自身结售汇.....	13
银行代客结售汇.....	14
解构 7 月结售汇.....	15
证券投资.....	15
货物贸易.....	17
服务贸易.....	19
相关政策.....	20

图表

图 1: 外汇占款 单位: 亿美元.....	6
图 2: 汇率市场 单位: 无.....	7
图 3: 结售汇业务类别 单位: 无.....	7
图 4: 结售汇月份顺差 单位: 亿美元.....	9
图 5: 中国出口份额 单位: 亿美元.....	9
图 6: 银行结售汇 单位: 亿美元.....	10
图 7: 银行结售汇 单位: 亿美元.....	11
图 8: 银行自身结售汇 单位: 亿美元.....	12
图 9: 银行代客结售汇 单位: 亿美元.....	12
图 10: 银行即远期结售汇 单位: 亿美元.....	13
图 11: 代客远期结汇累计未到期额 单位: 亿美元.....	13
图 12: 收付汇率 单位: %.....	13
图 13: 远期结售汇套保比率 单位: %.....	13
图 14: 银行结售汇总量 单位: 无.....	14
图 15: 境内银行代客涉外收付款 单位: 无.....	14
图 16: 银行代客涉外收付款差额分项: 经常项目 单位: 亿美元.....	15
图 17: 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.....	15
图 18: 债券境外持有量 单位: 无.....	17

图 19:	陆港通单日买入成交净额单位: 亿元.....	17
图 20:	债券境外托管量单位: 亿元.....	17
图 21:	全球和主要国家制造业 PMI 单位: 无.....	18
图 22:	中国出口金额和美元兑人民币中间价 单位: 无.....	19
图 23:	全球和主要国家服务业 PMI 单位: 无.....	20
图 24:	净息差单位: 无.....	21
图 25:	中间价和彭博预测中间价差单位: 无.....	21
图 26:	中美国债收益率 单位: 无.....	22
表 1:	用于外汇供求分析的统计数据.....	5

前言

本系列报告目的是研究供需对外汇走势的影响。外汇市场的供需变化，往往由国际收支的结构性变化所驱动。历史数据显示，外汇供应的主要来源包括贸易顺差、外国直接投资流入、外资证券投资流入和央行外汇供应。而外汇需求则主要来自企业偿还外债、企业境外投资备案投资流出和外资证券投资流出。近年来，随着中国资本市场的开放，证券投资项下的资金流动愈发活跃，对汇率波动的重要性也显著提升。因此，深入研究银行结售汇数据，能够帮助我们更全面地了解这些资金流动对外汇市场供需格局的影响。

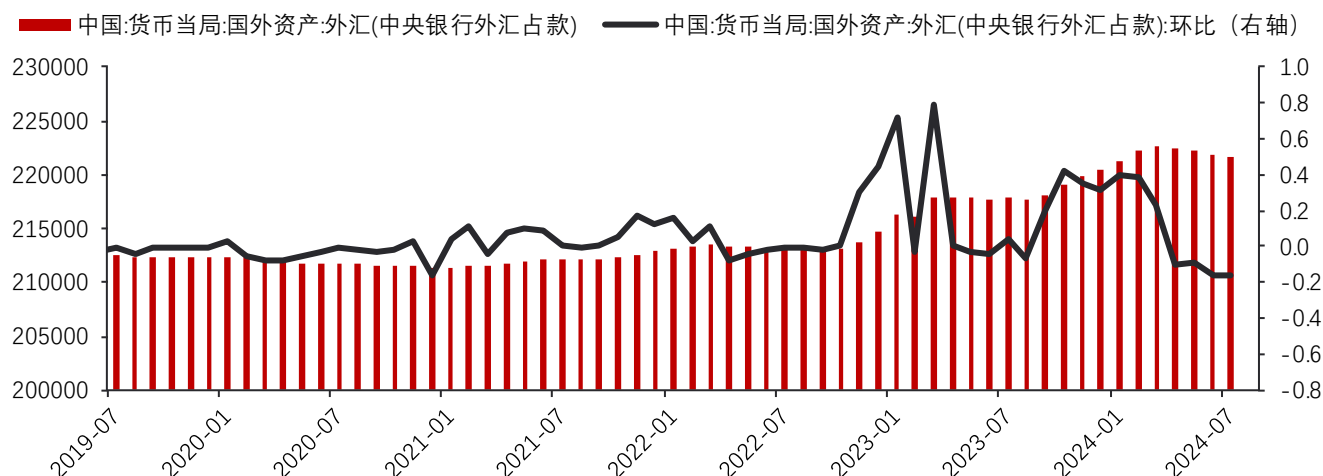
表1：用于外汇供求分析的统计数据

数据	频率	来源
《国际收支平衡表》	季度	国家外汇管理局
《中国国际投资头寸》	季度	国家外汇管理局
外债统计	季度	国家外汇管理局
《银行结售汇数据》	月度	国家外汇管理局
《银行代客涉外收付款数据》	月度	国家外汇管理局
《货币当局资产负债表》	月度	中国人民银行
黄金和外汇储备	月度	中国人民银行

资料来源：华泰期货研究院根据公开资讯整理

过去，外汇占款作为衡量外汇市场供求的关键指标，随着外汇领域有序的改革开放，以及“藏汇于民”现象的出现，其观测意义逐渐减弱。银行结售汇和涉外收付款数据则成为了分析外汇市场供需变化的重要工具。结售汇数据不仅是观察外汇市场供需状况的直接窗口，更是深入理解贸易流和资金流动态的关键。这些数据反映了外汇市场的供需平衡，通过分析银行结售汇的行为，我们能够更清晰地把握市场主体的实际交易行为，从而为人民币汇率的趋势预测提供坚实的逻辑支持。本文旨在更好地理解结售汇行为的内在机制，并在此基础上对人民币汇率的未来走势进行合理的分析和判断。

图1： 外汇占款 | 单位：无



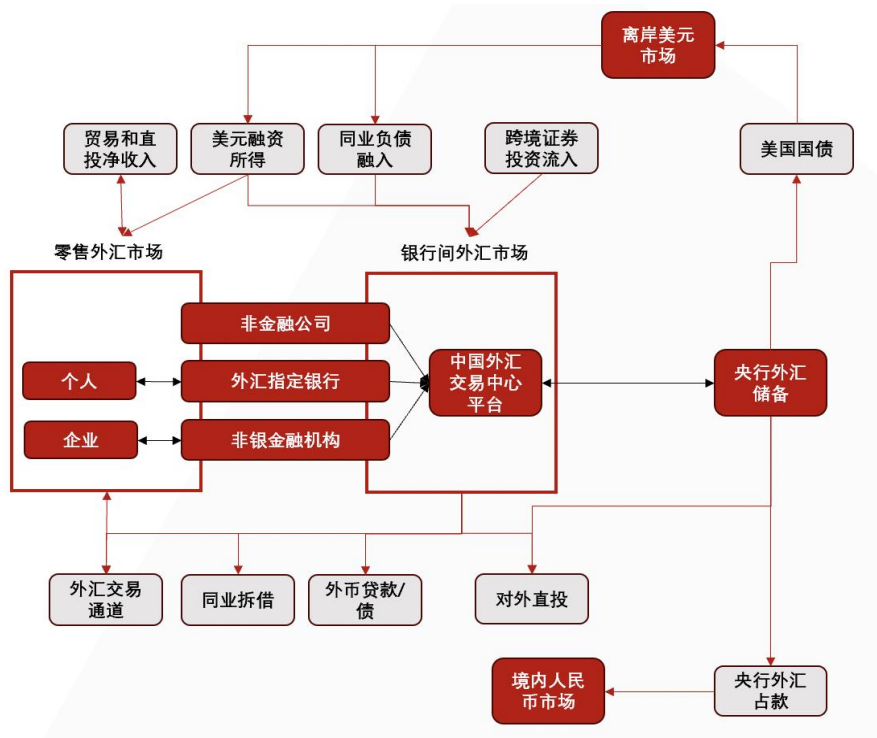
数据来源：Wind 华泰期货研究院

结售汇概述

国家外汇管理局自 2010 年 1 月起每月发布的“银行结售汇数据”对于评估境内外汇供求状况和预测人民币汇率波动具有重要意义。该指标以月度频率发布，通常在次月的中旬至下旬公布当月的统计结果。数据统计范围涵盖银行自身业务以及为客户办理的结汇和售汇交易，同时包含银行授权的外币代兑机构所进行的人民币与外汇兑换业务。值得注意的是，该统计不包括银行间外汇市场的交易数据。统计口径既包括人民币和美元计价的交易。这一指标较少受到直接政策干预的影响，相比其他受政策调控影响较大的指标，结售汇数据更能反映市场变化。

中国的外汇市场结构呈现多层次特征，主要分为三个核心层级。核心层级是银行间市场，涵盖银行自身的外汇交易以及代表客户进行的平盘交易。次外层则是银行代客交易，这一层次的交易量和动态受企业结售汇意愿的直接影响。最外层涉及跨境资金流动，这通常与两个关键的账户——经常账户和资本账户——紧密相关。

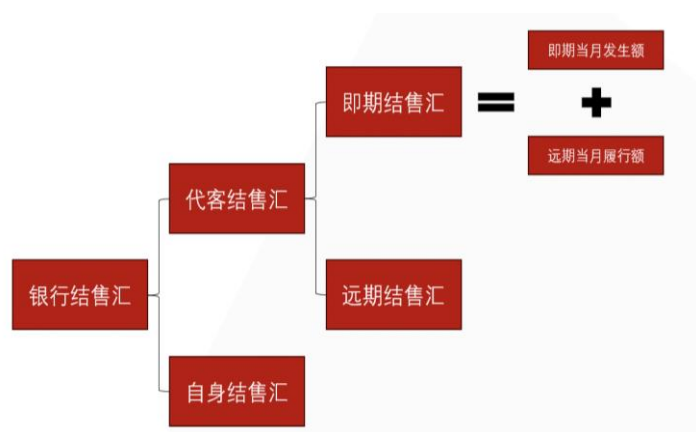
图2： 外汇市场 | 单位：无



数据来源：华泰期货研究院

结售汇业务可以分为两大类：代客结售汇和自身结售汇。代客结售汇进一步细分为即期结售汇和远期结售汇，其中即期结售汇指当月发生的交易，远期结售汇则涉及未来特定日期的交易履行额。银行结售汇总额由即期结售汇和远期当月履行额之和构成。

图3： 结售汇业务类别 | 单位：无



数据来源：华泰期货研究院

结售汇的影响因子

结售汇行为受到季节性规律和国际收支的影响。首先，从季节性因素来看，结售汇的变化往往具有一定的规律性。比如，在每年的年初或年末，企业通常会进行较大规模的结汇，以满足税务缴纳和年终结算的需求，这会导致人民币在这些时期有较强的升值压力。因此，季节性因素使得结售汇数据能够提供汇率短期波动的预警信号。

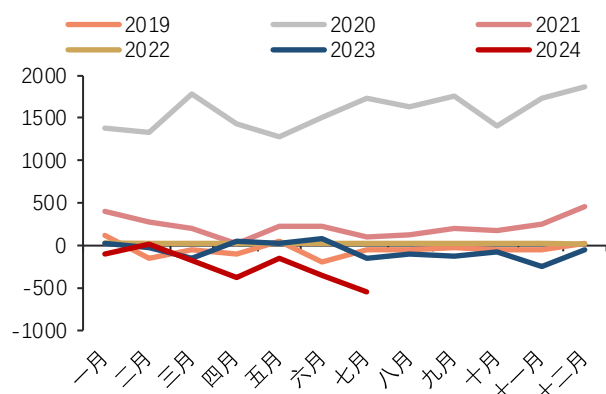
其次，结售汇还受到国际收支中经常账户和资本与金融账户的影响。经常账户反映了一国通过贸易获取或消耗外汇的情况。当经常账户顺差扩大时，表明通过出口等方式赚取了更多外汇，市场上的结汇需求增加，从而支撑本币汇率。反之，外汇供给减少，售汇需求增大，可能导致本币贬值。同时，资本与金融账户的波动也显著影响结售汇。这包括直接投资、证券投资等跨境资金流动。资本流入增加时，结汇需求上升，支持本币升值；而资本流出时，售汇需求增加，对本币汇率形成下行压力。这些因素综合作用，共同影响着外汇市场的供求关系和汇率走势。

季节性

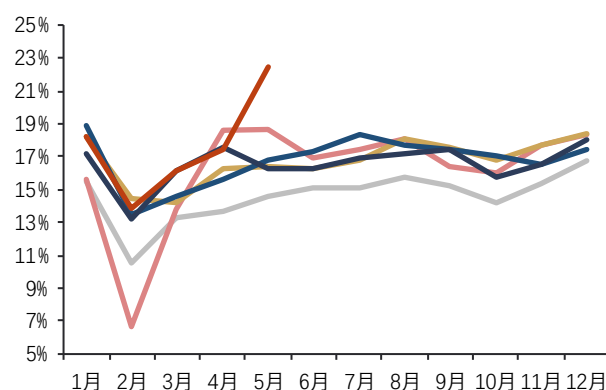
汇率定价最基本的外汇供求取决于结售汇，而决定结售汇流量基本盘的是企业进出口。因此，在出口和结售汇顺差相对疲软的时期，即内部条件相对不利时，避开这些时段有助于为汇率弹性的提升奠定坚实的基本面基础，同时也能控制过大的波动风险。

银行代客结售汇顺差在 6-7 月受外企利润汇回等因素影响，通常呈现季节性走弱，人民币汇率在此期间的波动风险较高。从季节性规律来看，年中的 6-7 月通常是内部条件较为不利的时期。这段时间是外企利润汇回的旺季，结售汇顺差往往表现偏弱，人民币汇率也因此可能面临短期下行的压力。相比之下，9-10 月的情况则相对有利，这个时期往往会出现结售汇顺差边际改善与我国出口份额显著提升的双重利好，有助于人民币汇率的企稳甚至反弹。

从出口份额来看，7-9 月我国表现较为强劲，尤其是 8 月常常成为出口份额的“小高峰”，这不仅支持了结售汇顺差的改善，也为人民币汇率提供了有力的支撑。数据显示，2015 年以来的 8 月，我国平均出口份额高达 16.8%，仅次于 12 月的 17.4%，这往往对应着人民币汇率的相对强势表现。

图4： 结售汇月份顺差 | 单位：亿美元


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 中国出口月份份额 | 单位：亿美元


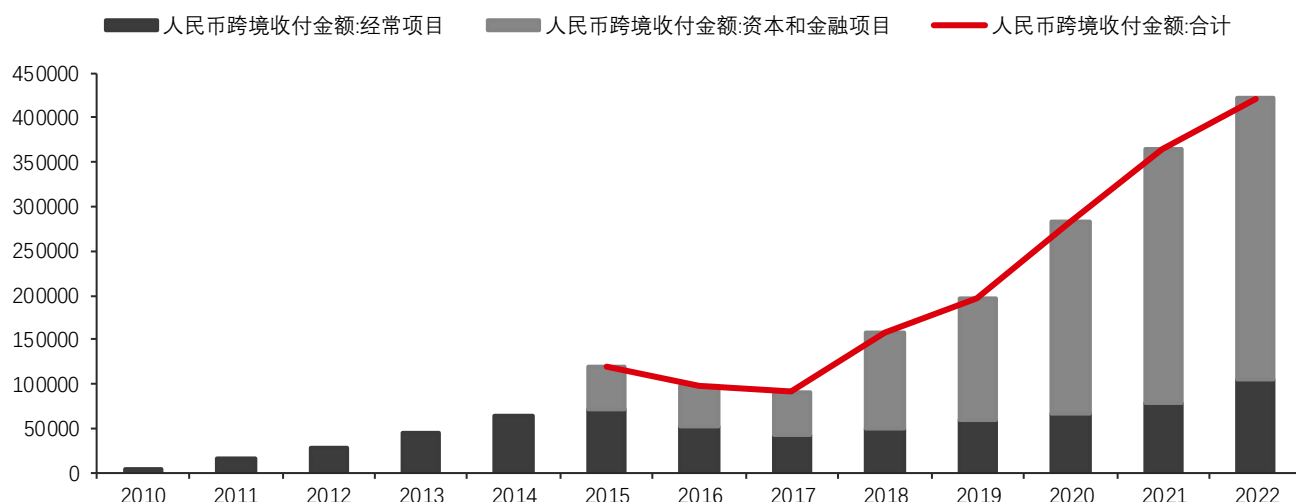
数据来源：Wind 华泰期货研究院

国际收支结构

近年来，中国的国际收支结构发生了显著的变化，这一变化反映出中国经济结构的转型和全球经济环境的变化。传统上，中国的国际收支以经常账户顺差为主，即通过大量的出口商品赚取外汇，从而维持国际收支的平衡。然而，随着中国经济的不断发展，国际收支的结构性特征逐渐发生了变化，具体表现为经常账户顺差占 GDP 的比重逐渐下降，而资本和金融账户的重要性不断上升。

中国国际收支结构正在经历深刻变化。首先，经济正从出口导向转向内需驱动，消费和服务业在 GDP 中的比重上升，经常账户顺差占 GDP 的比重下降，反映了经济结构的调整。**其次**，对外开放程度不断提高，资本和金融账户日益重要。政府简化了外资审批程序，放宽了行业限制，推进人民币国际化，促进了跨境资本流动，使国际收支结构更加多元化。**最后**，产业升级和技术创新推动“中国制造”向“中国创造”转变。政府鼓励企业加大研发投入，提高产品附加值。高技术含量产品的出口比重增加，改变了外贸结构，影响了经常账户顺差的规模和性质。这些变化共同推动中国国际收支结构向更加平衡、多元的方向发展。这种转变不仅改变了外贸结构，也对国际收支的构成产生了深远影响，减弱了对低附加值出口的依赖，进而影响经常账户顺差的规模和性质。

图6： 人民币跨境收付金额及分项 | 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

中国的国际收支结构变化反映了经济的新阶段和新特点。中国正从依赖出口和投资的增長模式转向以内需和创新驱动的高质量发展模式，这使得资本账户在国际收支中的重要性增加。未来，随着经济结构的优化、技术进步和产业升级，中国的国际收支结构将继续表现为资本和金融账户更加活跃，经常账户相对稳定。

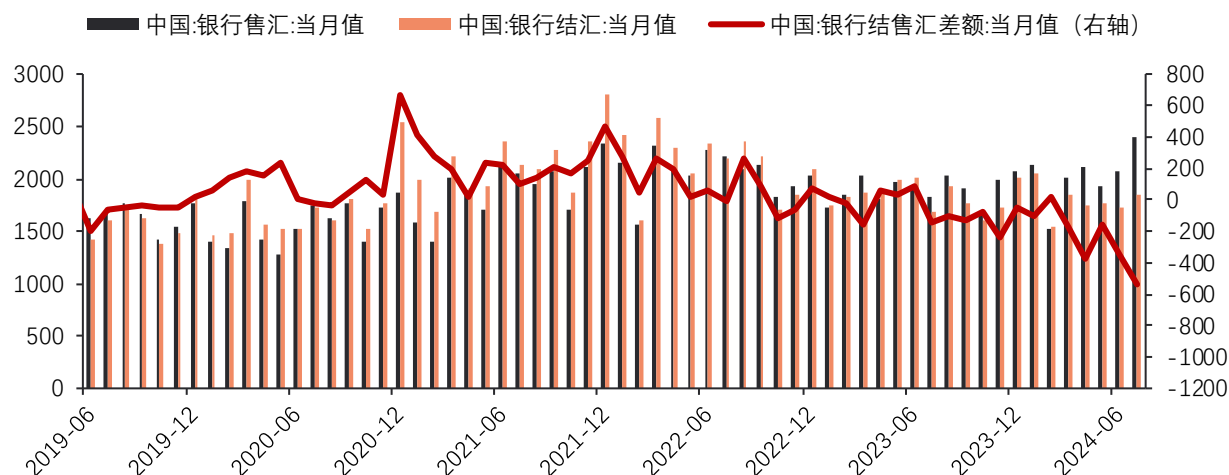
市场供需关系分析

外汇市场供需平衡

根据最新公布的银行结售汇数据，7月份的结售汇状况呈现出持续性。数据显示，7月份银行结售汇的差值为-545.0亿美元，这一结果相较前值-349.7亿美元的逆差局面，逆差扩大，达到2015年以来的最高值。

值得注意的是，尽管逆差在扩大，7月份的结汇和售汇规模较前期均出现回升。与去年同期相比，今年7月的结售汇数量高于去年同期水平。从汇率影响的角度来看，结售汇逆差则可能加剧贬值压力，而逆差的扩大可能对短期内人民币汇率走势产生影响。然而，考虑到结售汇规模的整体扩大，以及单月数据的波动性，我们需要谨慎解读这一转变。

图7： 银行结售汇 | 单位：亿美元



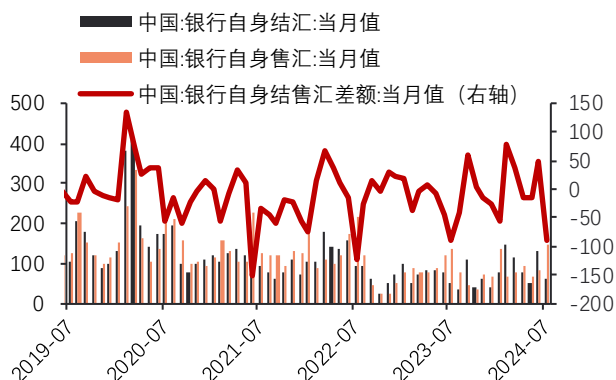
数据来源：Wind 华泰期货研究院

从结构性角度分析，7 月份银行结售汇逆差扩大的趋势主要归因于银行代客结售汇业务和银行自身结售汇业务逆差双双扩大。具体来看，银行代客结售汇逆差为-456.7 亿美元，相较于前一时期的逆差-396.5 亿美元，达到自 2016 年 1 月以来的逆差最高值。同时，7 月银行自身结售汇为-88.4 亿美元，前值为 46.8 亿美元，由顺转逆。

在 7 月份，银行代客售汇业务和结汇业务环比增加，意味着企业和个人在外汇市场上的活跃度提高。企业和个人可能增加了售汇和结汇行为，这可能是为了满足内部资金需求或对冲潜在的市场风险。

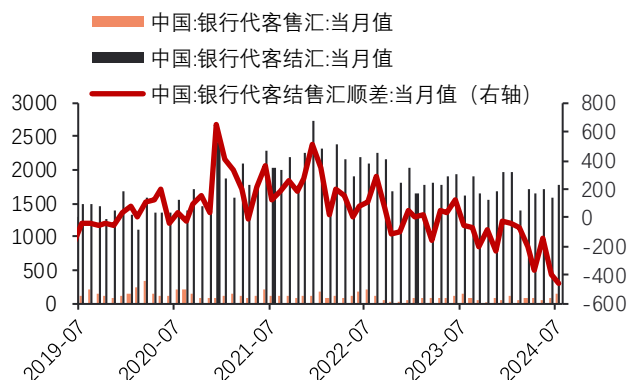
银行自身结售汇逆差报 88.4 亿美元，前值顺差报 46.8 亿美元。售汇环比和结汇环比由升转降。这种变化反映出银行在外汇市场中的活跃度和策略调整，也可能受到宏观经济环境和市场预期影响。

图8：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9：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

在7月份，美元兑人民币即期汇率的均值较上月小幅走高0.1%，而银行间市场即期询价成交量均值达到342.0亿美元，较上个月的306.7亿美元有所上升。这种量价齐升的现象表明市场参与者的结售汇意愿有所增强。剔除远期履约额后的收汇结汇率有下降趋势，收汇结汇率环比上升2.6个百分点至53.7%；与此同时，付汇购汇率出现上升趋势，环比上升2.4个百分点。

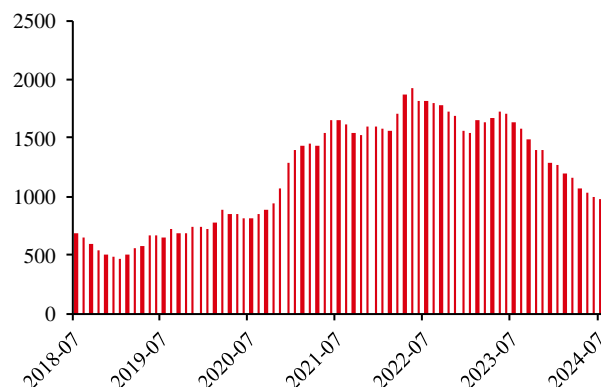
从远期交易的角度来看，7月份银行代客远期结汇签约额环比增加了44.7亿美元，而远期售汇签约额则增加了12.2亿美元。此外，远期结汇履约额环比增加了28.6亿美元，而远期售汇履约额增加了43.1亿美元。银行代客远期净结汇累计未到期额的环比降幅由上月的33.7亿美元缩小至17.6亿美元。同月，远期结汇套保比率环比上升了1.2个百分点至6.8%，而远期购汇套保比率则环比下降了0.05个百分点至6.29%。7月份远期结汇套保比率上升，而远期购汇套保比率则有所下降。这表明企业在远期外汇交易中对人民币汇率的信心有所增强，减少了购汇需求，同时增加了结汇操作。市场走势开始与当前中美利差的实际情况逐步趋同。

图10: 银行即远期结售汇|单位: 亿美元



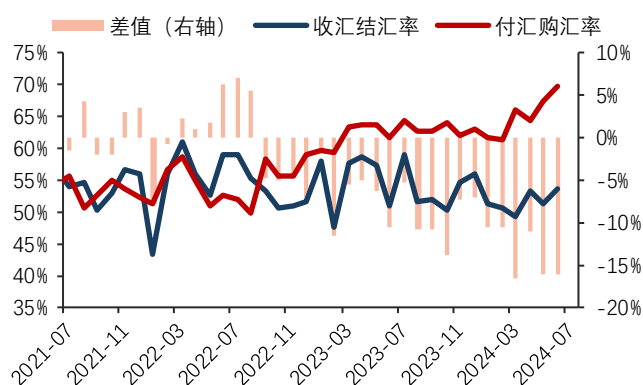
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图11: 代客远期结售汇累计未到期额|单位: 亿美元



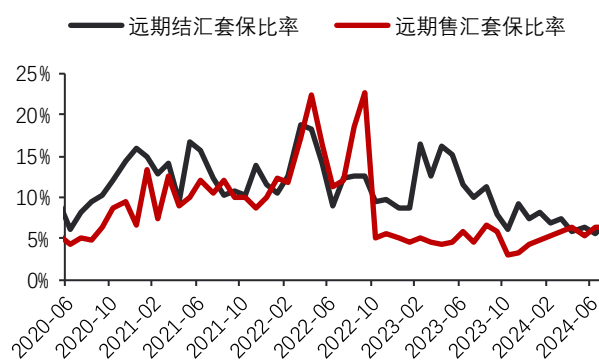
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图12: 收付汇率|单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: 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

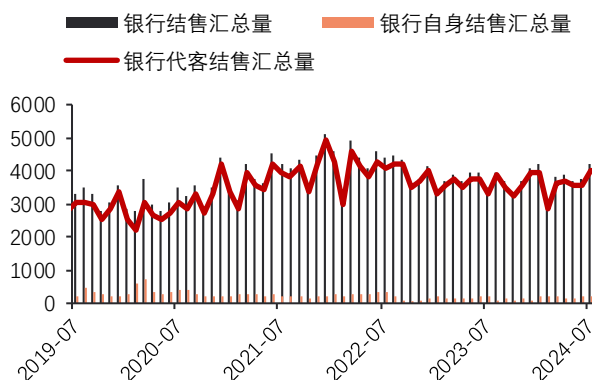
在银行结售汇的整体数据中，银行自身的结售汇活动通常不是关注的重点。这些活动主要包括对外支付的股息、红利，海外利润的汇回，以及对海外分支机构的资本注入，它们通常涉及的资金量较小，并且具有季节性波动，对整体结售汇趋势的影响相对有限。

银行代客结售汇

在分析结售汇数据时，银行代客结售汇数据因其特殊性而成为我们关注的焦点。这主要基于几个关键因素：**首先**，银行代客结售汇数据直接反映了企业和居民的结汇及购汇意愿，更准确地体现了市场对人民币汇率的预期。相比之下，银行自身结售汇数据受黄金交易等因素影响，与汇率预期关联度较低。**其次**，银行代客结售汇业务通常占总结售汇量的90%以上，具有更高的统计代表性。**此外**，自我国取消强制结汇政策后，个人和企业可自主决定结汇时机，使得银行代客结售汇数据能更精确地反映市场情绪和汇率预期。**最后**，在资金传导链条中，银行代客结售汇与货币需求最直接相关，是观察市场参与者行为的重要窗口。

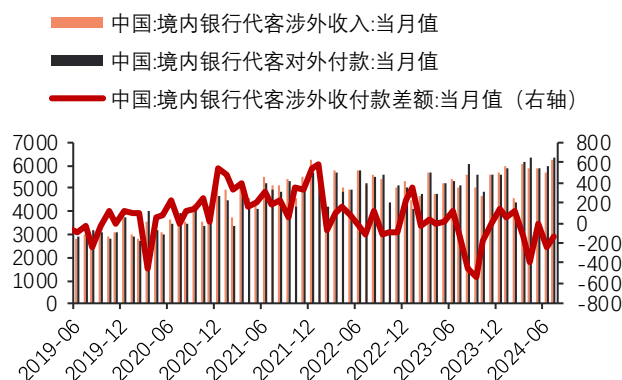
7月境内银行代客涉外收付款差为 -138.8 亿美元，前值差为-235.0 亿美元，逆差缩小。

图14： 银行结售汇总量|单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 境内银行代客涉外收付款|单位：无

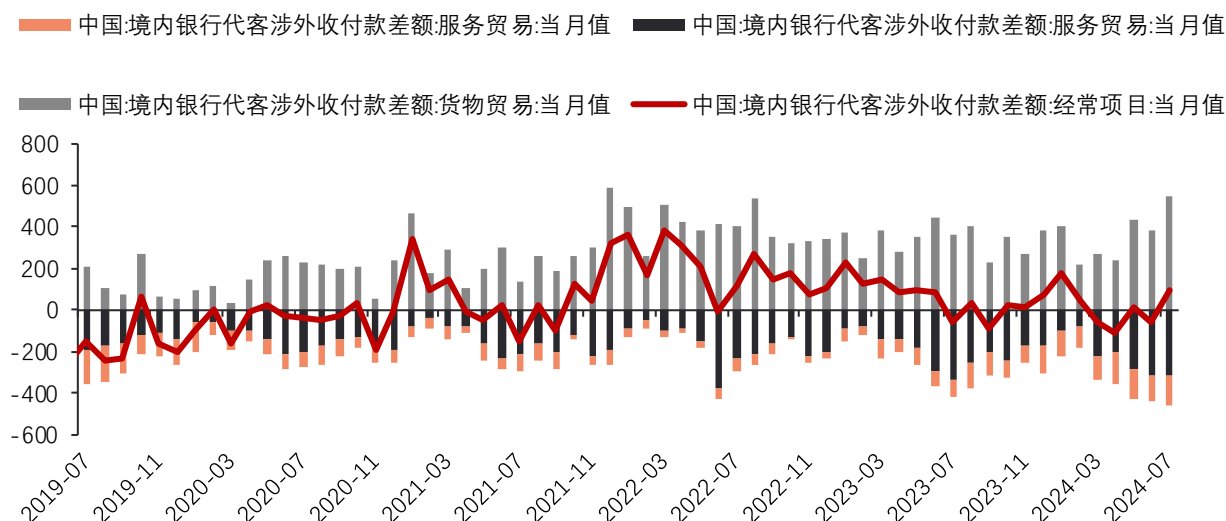


数据来源：Wind 华泰期货研究院

经常项目余额从-58.1 亿美元逆差转为 92.8 亿美元顺差。其中，货物贸易顺差环比上升，报 547.8 亿美元，前值为 379.0 亿美元；服务贸易逆差从 122.0 亿美元扩大到逆差 143.1 亿美元；收益与经常转移项继续逆差，报-312.0 亿美元，前值为-315.1 亿美元。

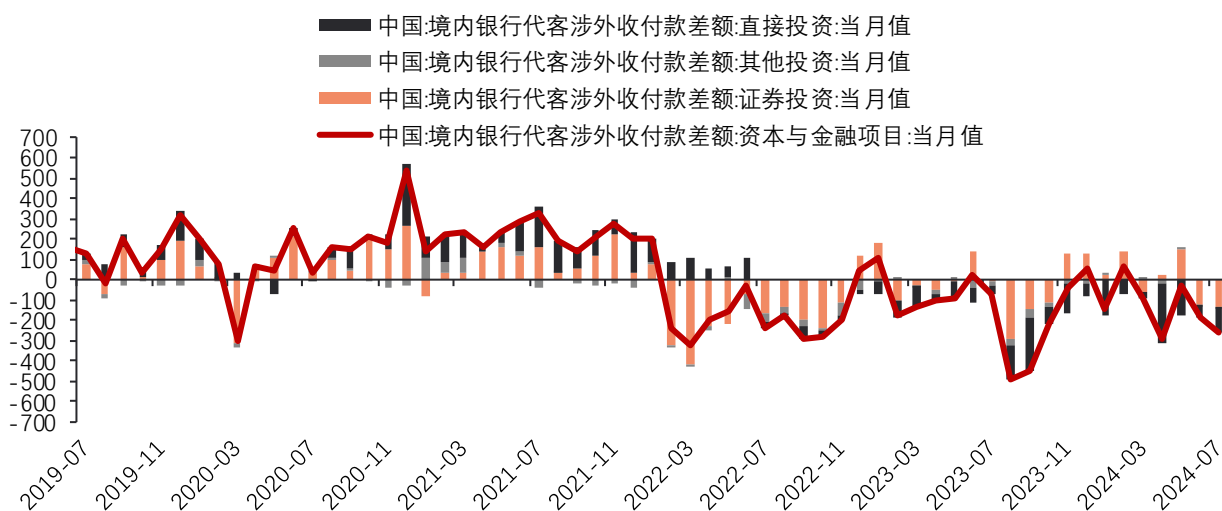
7月，在资本与金融项目下逆差扩大，从-186.5 亿美元扩大至-255.1 亿美元。其中，在证券投资上，逆差继续扩大，报-136.1 亿美元，前值逆差 120.6 亿美元。直接投资继续逆差，差额环比扩大，报-116.1 亿美元，前值报-58.6 亿美元。其他投资则从逆差 7.3 亿缩小到美元逆差 2.9 亿美元。

图16： 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17： 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 7 月结售汇

证券投资

在资本与金融项目下，证券投资的变化是一个显著因素。在七月份，中国的证券投资逆差持续扩大。这表明，外国投资者在中国证券市场上的投资减少，同时，中国投资者在

海外市场的投资增加。

证券投资涉及金融市场中的股本证券和债务证券的跨境交易活动，包括对境外证券投资的撤回、证券筹资、证券投资的新增和撤回。对境外证券投资的撤回指的是境内机构和个人终止跨境证券投资后，撤回的投资资金的外汇收入和支出；证券筹资则指境内投资者通过发行股本证券和债务证券筹集的外汇收入，尤其是在持有股份少于发行人股权的10%时；新增的证券投资包括境内机构和个人购买境外股本证券和债务证券的外汇支出，撤回则指境外投资者在终止对中国金融市场的投资时撤回的本金外汇支出。

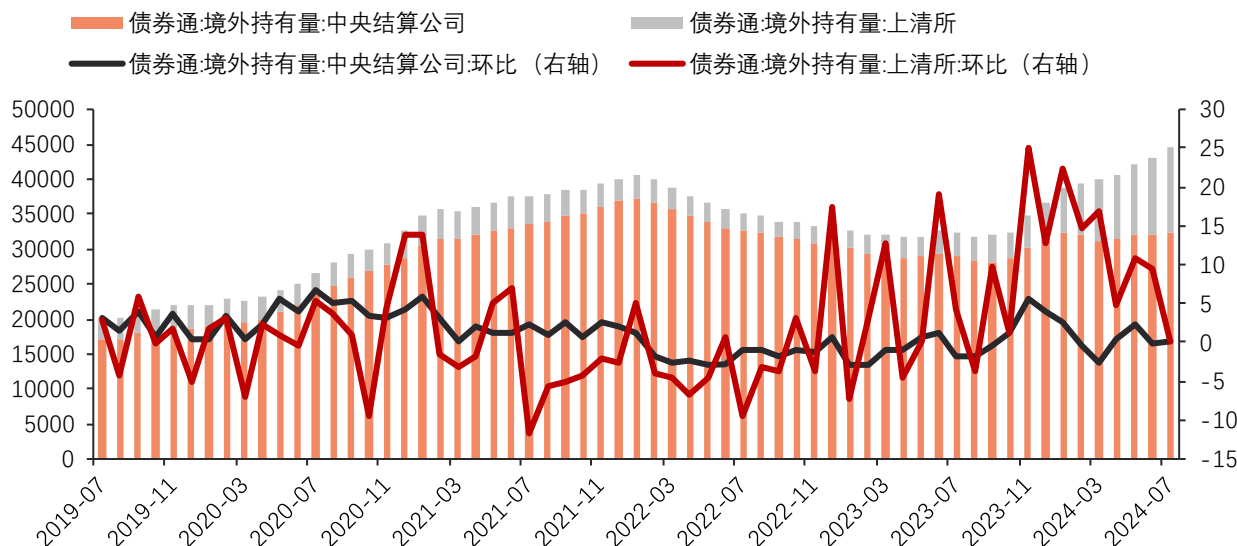
证券投资主要分为股权投资和债券投资两大类。股权投资涉及购买企业的股票或股份，以期获得资本增值或股息收入；债券投资则是通过购买政府、企业或其他机构发行的债券，获取固定利息回报。在全球资本市场中，跨境证券投资日益活跃，资金的跨境流动通过不同渠道实现，其中港股通、陆股通和债券通等机制为投资者提供了便捷的跨境投资途径。这些渠道不仅打通了内地与香港之间的资本市场，也为分析和解释中国境内外证券投资的变动提供了重要的参考依据。

港股通、陆股通和债券通是内地与香港间跨境资本流动的关键渠道。港股通允许内地投资者通过内地交易所购买港股，而陆股通则允许国际投资者通过香港交易所购买A股。这两个机制连接了内地和香港资本市场，促进跨境证券投资流动，直接影响资金流向。

通过监测这些跨境资金流动机制，可以洞察投资者在股票和债券市场的跨境交易行为，从而解释证券投资的变动。例如，陆股通资金流入增加意味着更多国际资金流向内地市场，可能推高股市表现。同理，债券通的资金流动也能反映国际投资者对中国债市的态度，进而影响整体证券投资流向。

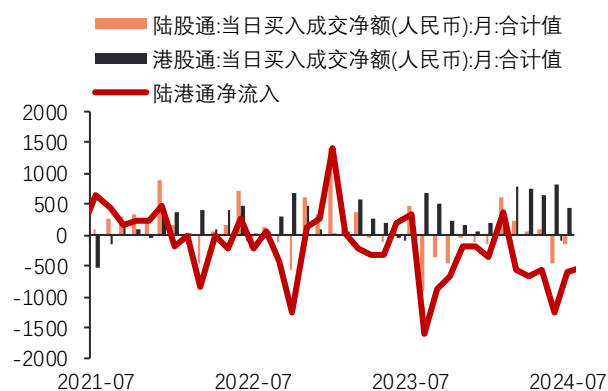
虽然7月份的证券流入资金负值有所缩小，市场参与者的结售汇意愿有所增强，但整体证券资金流动仍未能完全扭转逆差的趋势。从陆港通的净买入资金量看，7月陆港通的净流入资金量负值缩小，净买入资金达到-166.3亿元，前值为-444.5亿元。7月份的数据显示，境外投资者继续增持中国债券，但增速下降。7月的持有量数据维持上升趋势，环比7月增持了1475亿元，环比增量增加1.3%。境外投资者债券托管量在7月出现扩张，托管量增加了237.7亿元，增速下降。

图18: 债券境外持有量 | 单位: 无



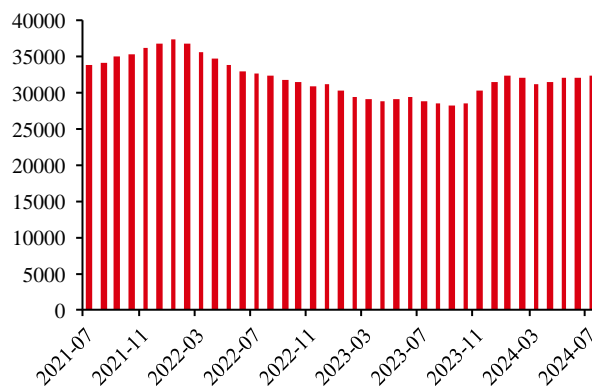
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图19: 陆港通单日买入成交净额|单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图20: 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

经常项目下的货物贸易表现也出现了有利变化。7月份的数据显示,货物贸易额有所增加。货物贸易包括一般货物、用于加工的货物、修理的货物等。这些贸易活动直接与制造业生产和出口密切相关,而PMI,尤其是制造业PMI,主要反映了制造业的生产活动、订单、库存等方面的情况。当PMI上升时,通常意味着制造业活动正在扩张,这通常会伴随着货物贸易的增长,尤其是出口的增加,反映出全球或国内需求的上升。反过来,

当 PMI 下降时，可能意味着制造业活动放缓，进而可能导致货物贸易，尤其是出口的减少，因为企业的生产和国际订单可能会减少。

全球制造业 PMI 显示整体处于收缩期，主要经济体存在去库存压力，且中国制造业 PMI 相对偏弱，暗示其出口增长动力有限。根据最新数据显示，全球制造业采购经理人指数（PMI）整体处于下降阶段，显示了主要经济体制造业活动的放缓趋势。2024 年 7 月的全球制造业 PMI 为 49.7，较 6 月的 50.8 有所下降，虽然仍在 50 以上的扩张区间内，但表明整体制造业活动增速放缓。中国的制造业 PMI 在 2024 年 7 月为 49.4，低于 50 的荣枯线，显示出制造业活动处于收缩状态。相比 6 月的数据，7 月的 PMI 略有下降。中国的制造业 PMI 低于 50，暗示国内制造业需求不足，这可能导致出口的放缓。

这种全球范围内的制造业活动放缓，或减少对中国制造产品的需求。美国的制造业 PMI 在 2024 年 7 月为 49.6，同样低于 50，显示出制造业活动收缩。美国制造业的疲软暗示其补库存需求有限，这直接影响了中国对美国的出口。此外，欧元区的制造业 PMI 维持在 45.8，这进一步表明欧洲市场的需求疲软。其他主要经济体如日本、韩国和加拿大的制造业 PMI 在 7 月均接近或低于 50，显示这些国家的制造业活动也趋于平缓或收缩。

图21： 全球和主要国家制造业 PMI | 单位：无

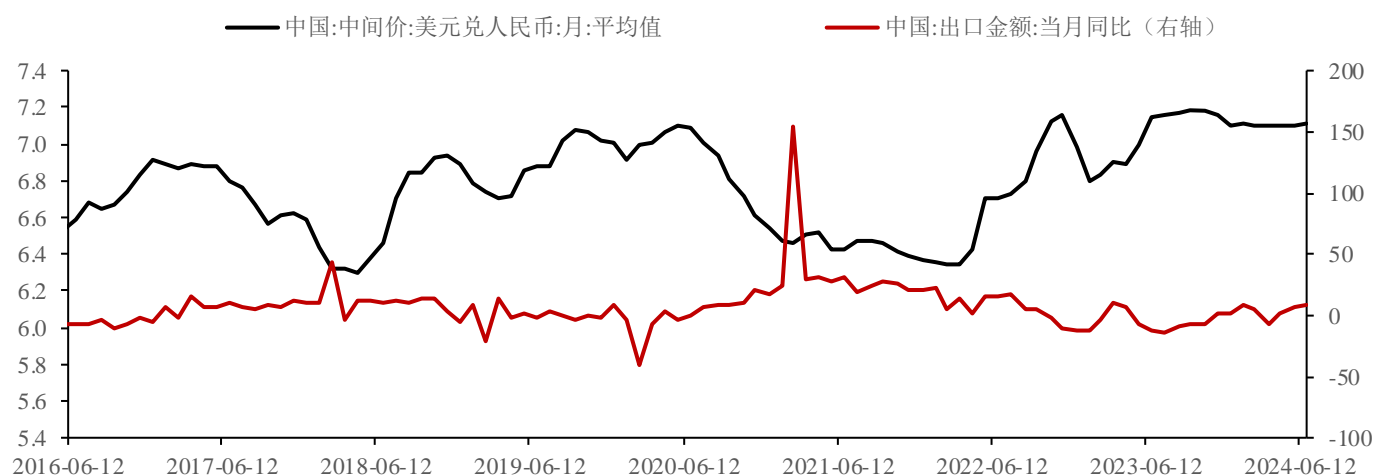
增量的贡献 (2023年 对实际GDP同比贡献 率)	指标名称	单位	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08
	GDP:不变价:当季同比	%		4.7			5.3			5.2			4.9	
净出口	出口金额:累计同比	%	4.0	3.6	2.7	1.4	1.5	7.0		-4.6	-5.3	-5.6	-5.7	-5.6
	进口金额:累计同比	%	2.8	2.0	2.9	3.2	1.5	3.5		-5.5	-6.1	-6.5	-7.5	-7.6
投资	固投:累计同比	%	3.6	3.9	4.0	4.2	4.5	4.2		3.0	2.9	2.9	3.1	3.2
	地产投资:累计同比	%	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0		-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8
	制造业投资:累计同比	%	9.3	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4		6.5	6.3	6.2	6.2	5.9
	基建投资:累计同比	%	8.1	7.7	6.7	7.8	8.8	9.0		8.2	8.0	8.3	8.6	9.0
	制造业PMI	%	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49	49.4	49.5	50.2	49.7
消费	社会零售:累计同比	%	3.5	3.7	4.1	4.1	4.7	5.5		7.2	7.2	6.9	6.8	7
	服务业PMI	%	50	50.2	50.5	50.3	52.4	51	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5
	城镇调查失业率 (色阶相反)	%	5.2	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2
通胀	CPI:当月同比	%	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0	0.1
金融	社会融资规模存量:同比	%	8.2	8.1	8.4	8.3	8.7	9	9.5	9.5	9.4	9.3	9	9
	金融机构:各项贷款余额:同比	%	8.7	8.8	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4	10.6	10.8	10.9	10.9	11.1

数据来源：Wind 华泰期货研究院

结合制造业库存上升的信息，企业可能在应对需求放缓的情况下，增加了库存。这意味着即使生产活动放缓，企业仍在积累库存，预示未来生产和出口可能会进一步放缓。尽

管如此，中国的出口金额同比上升，显示出尽管全球需求疲软，中国在特定市场或特定产品领域仍然保持了竞争力。然而，这一出口增长不足以完全抵消全球制造业活动放缓和主要市场需求下降对总体贸易额的负面影响。

图22： 中国出口金额和美元兑人民币中间价 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

服务贸易

中国在服务贸易上的支出增加，而服务收入的增速相对较慢，导致服务贸易维持逆差。这一趋势在7月份表现尤为明显，对整体的收付款差额产生了显著影响。

服务贸易包括运输、旅游、金融服务等，这些领域的活动通常与非制造业PMI相关联。非制造业PMI反映了服务业的经营状况。服务贸易中的运输业与货物贸易密切相关，运输业的活动水平通常可以反映出整体贸易活动的强弱。如果PMI数据显示服务业活动增加，通常也意味着相关的服务贸易，如旅游和金融服务等，可能会增加。这种增加可能反映出更强的经济活动和消费需求，进而支持更强劲的服务贸易增长。

7月，尽管全球服务业PMI整体表现较好，但中国服务业PMI出现了下滑。2024年7月，全球服务业PMI为53.3，较6月略有上升，保持在扩张区间。然而，中国非制造业PMI（服务业）在7月份降至50.0，比6月的50.2有所下降，表明服务业增速放缓。与此同时，主要经济体的服务业PMI表现不一。欧元区服务业PMI报51.9，有小幅下降。美国ISM非制造业PMI则上升至51.4，进入扩张区间。日本服务业PMI也升至53.7，高于荣枯线。全球服务业整体保持扩张，中国的主要贸易伙伴的服务业增速都有所回升。印度服务业PMI保持高位，达到60.3，显示出强劲的增长势头。这可能意味着印度在全

球服务贸易中的竞争力增强，或将对中国的出口造成影响。

图23： 全球和主要国家服务业 PMI | 单位：无

指标名称	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01
全球:服务业PMI	53.30	53.10	54.00	52.70	52.40	52.40	52.30
中国:非制造业PMI:服务业	50.00	50.20	50.50	50.30	52.40	51.00	50.10
欧元区:服务业PMI	51.90	52.80	53.20	53.30	51.50	50.20	48.40
日本:服务业PMI	53.70	49.40	53.80	54.30	54.10	52.90	53.10
美国:ISM:非制造业PMI	51.40	48.80	53.80	49.40	51.40	52.60	53.40
印度:服务业PMI	60.30	60.50	60.20	60.80	61.20	60.60	61.80
俄罗斯:服务业PMI	51.10	47.60	49.80	50.50	51.40	51.10	55.80
巴西:服务业PMI	56.40	54.80	55.30	53.70	54.80	54.60	53.10

数据来源：Wind 华泰期货研究院

相关政策

中国人民银行 2024 年第二季度货币政策执行报告中的措辞变化反映了货币政策框架的转型。特别是"加强逆周期调节"的强调表明下半年货币政策将更加注重稳增长，这可能影响人民币汇率走势。同时，报告提到"推进货币政策框架转型"，更加注重利率调控作用，这种价格型调控可能影响跨境资本流动，进而影响外汇市场供求关系。此外，完善贷款市场报价利率（LPR）机制和丰富货币政策工具箱，如将二级市场国债买卖纳入工具箱，都可能对人民币汇率形成和外汇市场流动性产生影响。

这些政策变化可能对结售汇产生以下影响。首先，加强逆周期调节可能导致国内经济增长预期改善，吸引更多外资流入，增加结汇需求。其次，利率调控机制的完善可能影响中美利差，进而影响跨境资本流动和结售汇行为。再者，LPR 机制的调整可能影响企业融资成本，间接影响其进出口活动和相关的结售汇需求。最后，二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱可能影响长期利率，进而影响长期资本流动和相应的结售汇行为。总体而言，这些政策变化可能增加结售汇市场的波动性，但同时也为央行提供了更多调控工具来管理外汇市场。

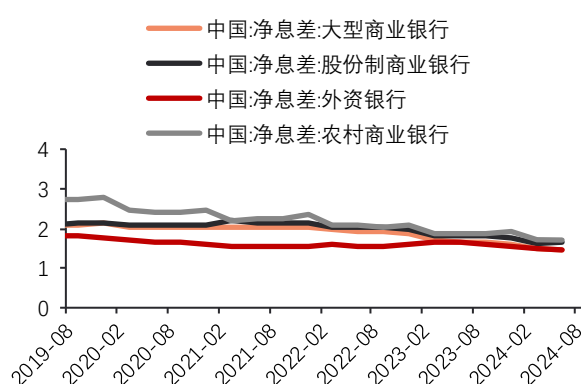
近期,中国人民银行采取了一系列货币政策措施,其中包括下调 7 天期逆回购操作(OMO)利率和贷款市场报价利率(LPR)。7 月 22 日,央行下调 OMO 利率 10 个基点,随后 1 年期和 5 年期 LPR 利率也同步下调 10 个基点。这些措施旨在缓解银行净息差压力,同时

降低融资成本，支持经济增长。随着二季度 GDP 增速低于预期，稳增长的政策诉求有所提高。央行通过降低政策利率来降低实体经济融资成本，支持经济增长。同时，房地产市场尚未企稳，新房销售面积在新政实施后虽有短暂反弹，但进入 7 月后再度走弱，居民部门“提前还贷”的情况也有所回升。这些因素共同导致了融资需求偏弱，经济有内生性降低融资成本的需求。

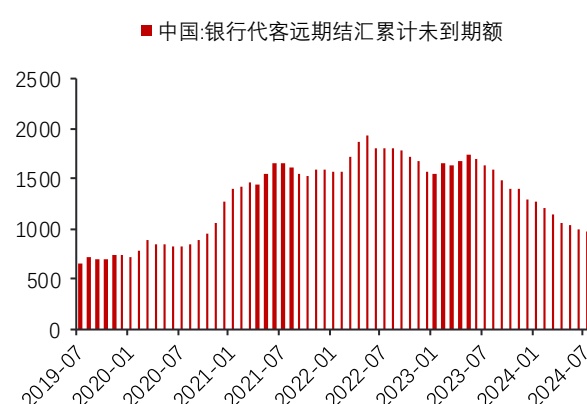
央行在三中全会之后的政策表态中，提到要“增强汇率弹性”，并暗示宏观政策和改革力度的提升足以释放经济活力，从而缓解汇率压力。近期的政策调整兼顾了降低实体经济融资成本与稳定银行净息差的需要，10 个基点的降息幅度在一定程度上平衡了这些目标。在这种背景下，银行结售汇业务面临新的机遇和挑战。一方面，利率下调可能刺激企业融资需求，进而影响其外汇需求。另一方面，汇率市场的不确定性增加，可能会影响企业的结汇意愿。

总体来看，央行在“稳汇率”、“防缩表”和“保息差”三个相互掣肘的目标间进行权衡与取舍，旨在为经济提供稳定的金融环境，支持经济高质量发展。尽管面临诸多挑战，但通过灵活、精准的政策调整，央行有望在保持经济稳定和促进长期发展的过程中取得平衡。展望未来，预计即将召开的“两会”将对宏观经济加大逆周期调节力度，在内部均衡和外部均衡出现冲突的情况下，以内部均衡为主是常规操作。5 年 LPR 下降后，多家银行下调了存款利率，这一背景下银行净息差进一步回落，导致中美之间的 10 年期国债收益率之差出现倒挂幅度加大，对汇率构成压力。在加强汇率管理的背景下，央行近期通过逆周期因子将中间价固化在 7.10 元一线。

图24： 净息差|单位：%

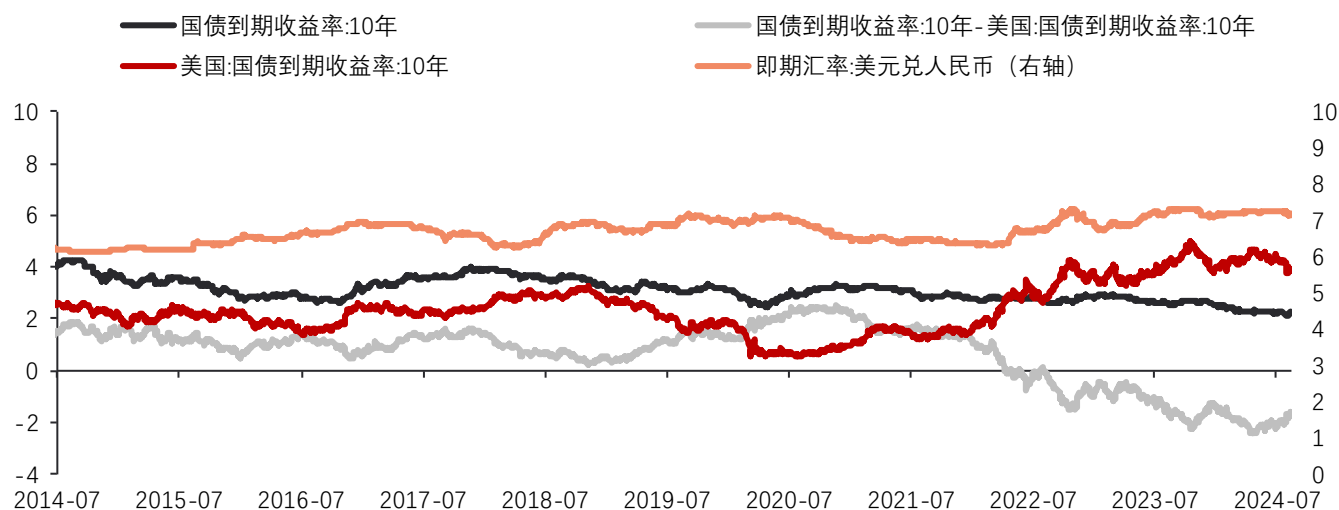


数据来源：Wind 华泰期货研究院

 图25： 银行代客远期结汇累计未到期额
|单位：亿美元


数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图26: 中美国债收益率 | 单位: 无



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