

专题报告

2022年6月14日星期二

结售汇率总体稳定。但边际变化明显

——4月外汇市场供求与银行代客结售汇数据分析

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen\_qh@chinastock.com.cn

### 内容提要:

4月人民币兑美元出现明显回落,而且反映境内主要外汇供求关系的银行即远期(含期权)结售汇顺差出现明显的减少,银行结售汇数据环比也回落,但银行贷款收付款数据相对稳定,但直接投资方面的代客收付款顺差减少明显,贸易顺差也有减少,证券投资项目继续逆差等。

但是从结汇率与售汇率数据看,特别是结汇率并没有在汇率大幅回落的情况下下降,反而出现了上涨,显示出市场高抛低买的市場性行为,特别是因为前期积压的未结汇额较大,人民币回落正好带来的以较高价结汇的机会。我们注意到未结汇额消耗增大的这一迹象。注意到了涉外外汇净流入转化为结售汇顺差相对迟缓,同时也看到贸易结汇率和售汇率出现了倒挂,显示市场对汇率回落的预期和担心。

结汇率和售汇率相对稳定也是因为在央行一再呼吁“汇率中性”的情况下,市场对汇率的波动和回落早有预期,这可以从远期售汇对冲比率上升、远期履约率等指标可见一斑。

## 正文

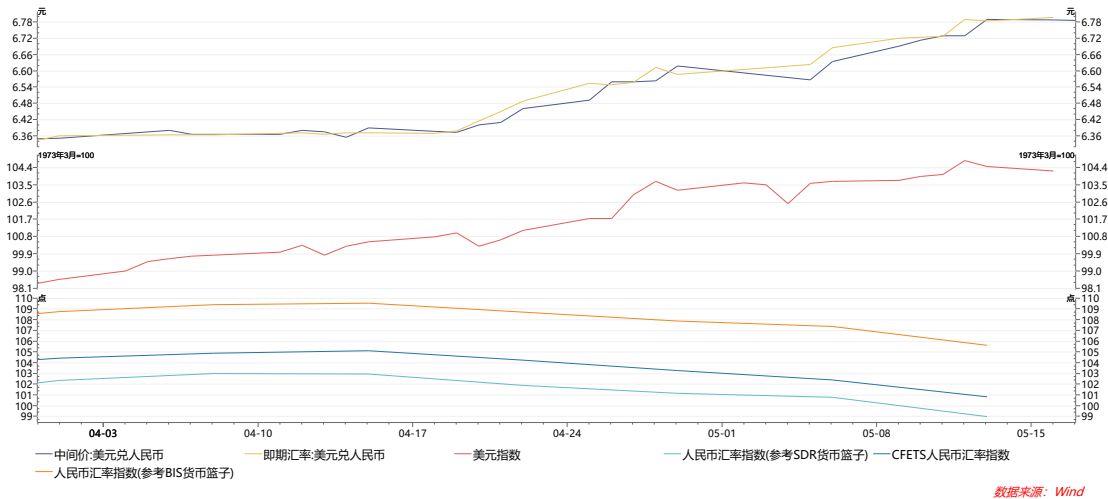
今天，国家外汇管理局公布 4 月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，银行代客结售汇和银行代客收付款顺差环比减少，但结汇率和售汇率双双回升，结汇率和售汇率之差稳定。

### 一. 银行结售汇数据分析

如下图所示，美元指数在 4 月继续呈现一路走高，几乎以 103.67 点最高点收市，而 4 月美元兑人民币汇率却出现了明显的快速贬值走势，美元兑人民币汇率升破了 6.6 元，于此同时，而三大人民币指数也出现了一定的回落，但美元权重占比比较高的 BIS 人民币指数相对坚挺。

图 1：4 月人民币兑美元汇率变动

4月人民币兑美元汇率变动



数据来源: Wind

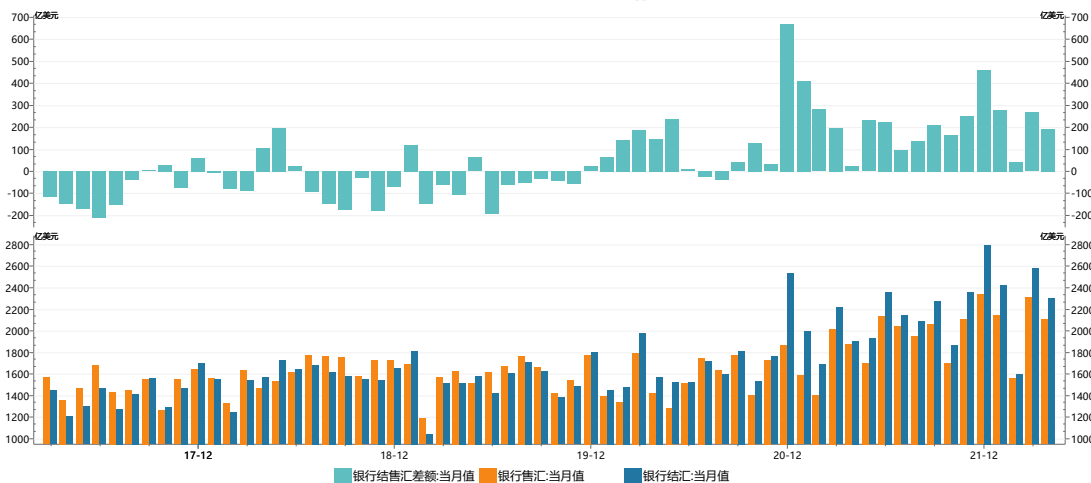
资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

从银行的结售汇数据看, 4月继续出现顺差, 但顺差环比回落, 结汇和售汇环比均出现回落。4月顺差报 190.44 亿美元, 前值为 267.7 亿美元, 1月为 277.78 亿美元。

银行结售汇顺差的回落主要是银行自身和代客结售汇顺差均出现明显的回升所致。

图 2: 月度银行结售汇数据

月度银行结售汇数据

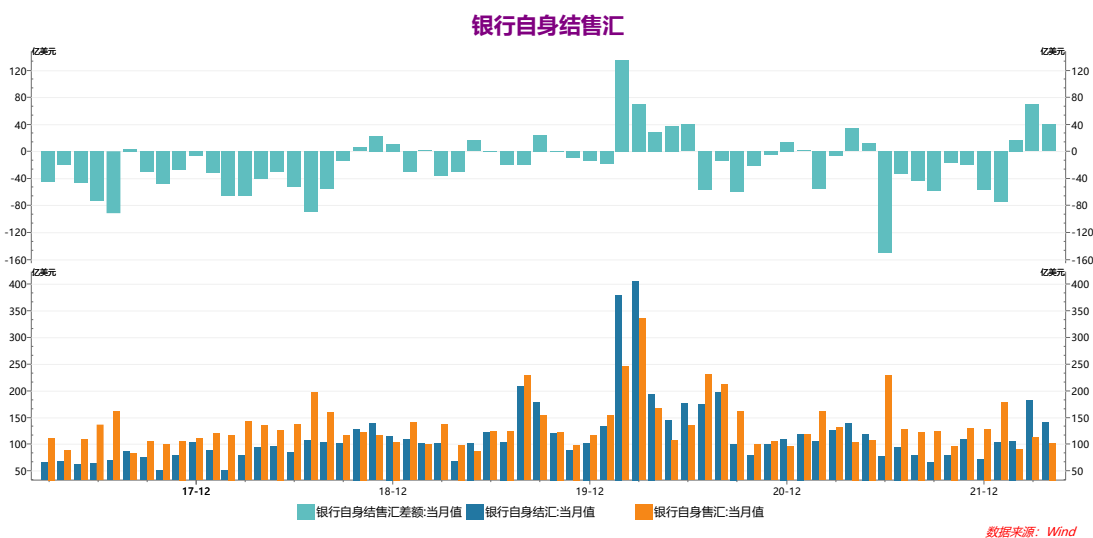


数据来源: Wind

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从银行自身的结售汇数据看，顺差 39.07 亿美元，前值顺差 68.22 亿美元

图 3： 银行自身结售汇

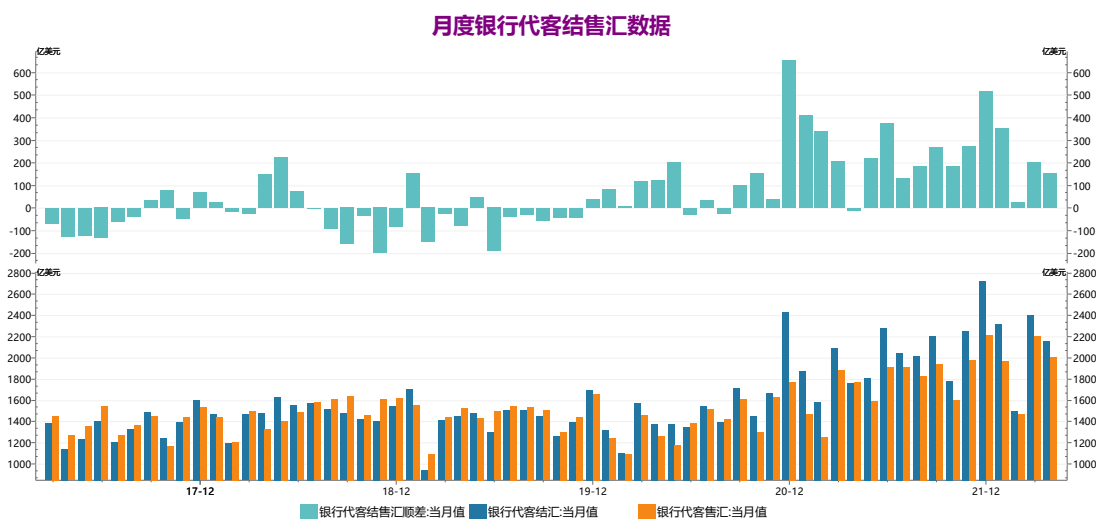


数据来源：Wind

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从银行代客的结售汇情况看，4 月顺差报 151.37 亿美元，前值仅仅顺差 199.48 亿美元。结汇和售汇金额均有一定的回升，但结汇环比相对明显。

图 4： 月度银行代客结售汇数据

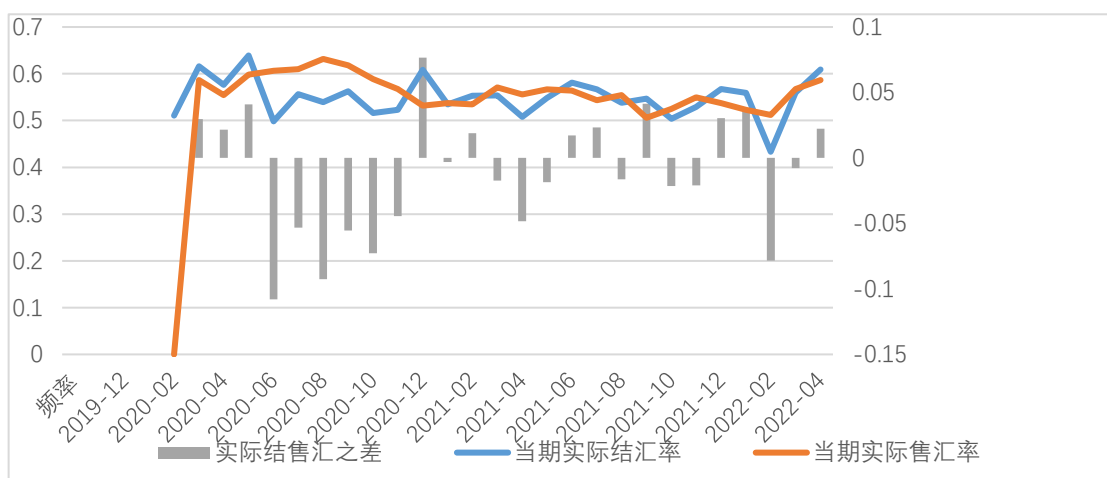


数据来源：Wind

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

由于当月银行代客结售汇数据包括了前期与客户签订的远期合约在当期的履约数据，为真实反映当期的客户向银行的结售汇情况，必须把远期合约的履约数据去掉。通过计算，远期代客结汇合约的当月履约额为 382.86 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 360.94 亿美元，扣除掉远期合约在 4 月的履约额，4 月银行实际代客完成的结汇数据为 1772.57 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1643.12 亿美元，其差额为顺差 129.45 亿美元，前值为顺差 73.3 亿美元。按此计算的实际结汇率为 60.88%，实际售汇率为 58.65%，结售汇率之差报 2.23%，前值为-0.78%。

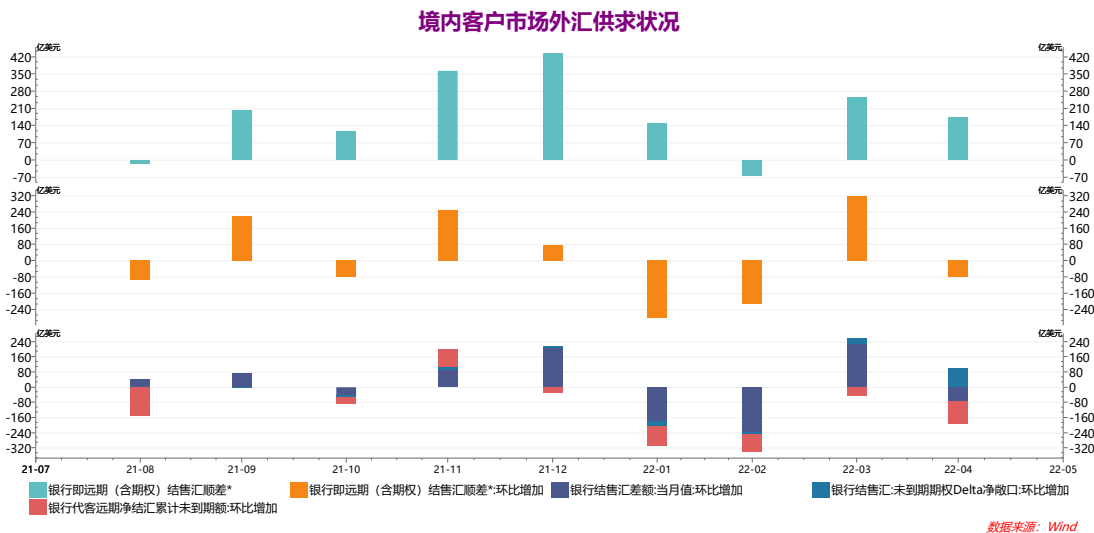
图 5：扣除掉远期合约履约率后的实际当期结汇售汇及其差额



4 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 170.05 亿美元，前值为顺差 252.38 亿美元。其中，银行即期结售汇顺差 190.44 亿美元，环比减少 77.26 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比减少 117.52 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比增加 97.14 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇供应 20.38 亿美元（上月减少外汇供

应 15 亿美元)。这也意味着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上合计净买出 20.38 亿美元外汇，但比较上月净买入 15 亿美元大幅减少)

图 6：境内客户市场外汇供求状况

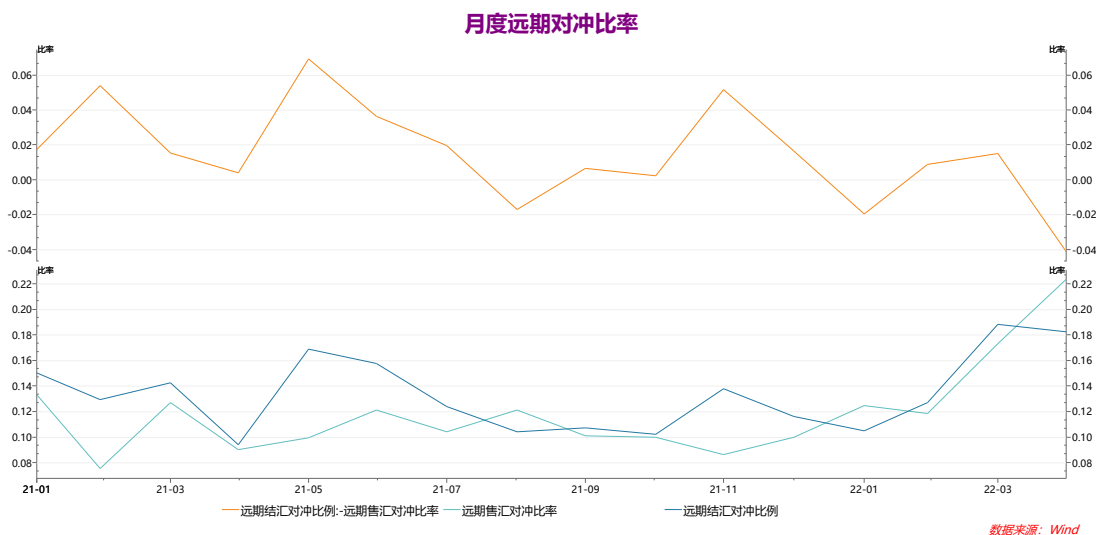


数据来源: Wind

资料来源: 研究所外汇管理局 WIND

从远期对冲比率看，4 月远期售汇对冲比例回升，而远期结汇对冲比率稍有回落，相对稳定，结汇对冲比率从 18.8% 回落到 18.2%，而售汇对冲比率也从 17.38% 回升到 22.4%。售汇对冲比率的回升显示出市场对新形势下人民币汇率回落的一定担心。 但当月，人民币兑美元的即期询价成交量报 4976.33 亿美元，低于 3 月的 6644.23 美元，相对平稳。

图 7：月度远期对冲比率

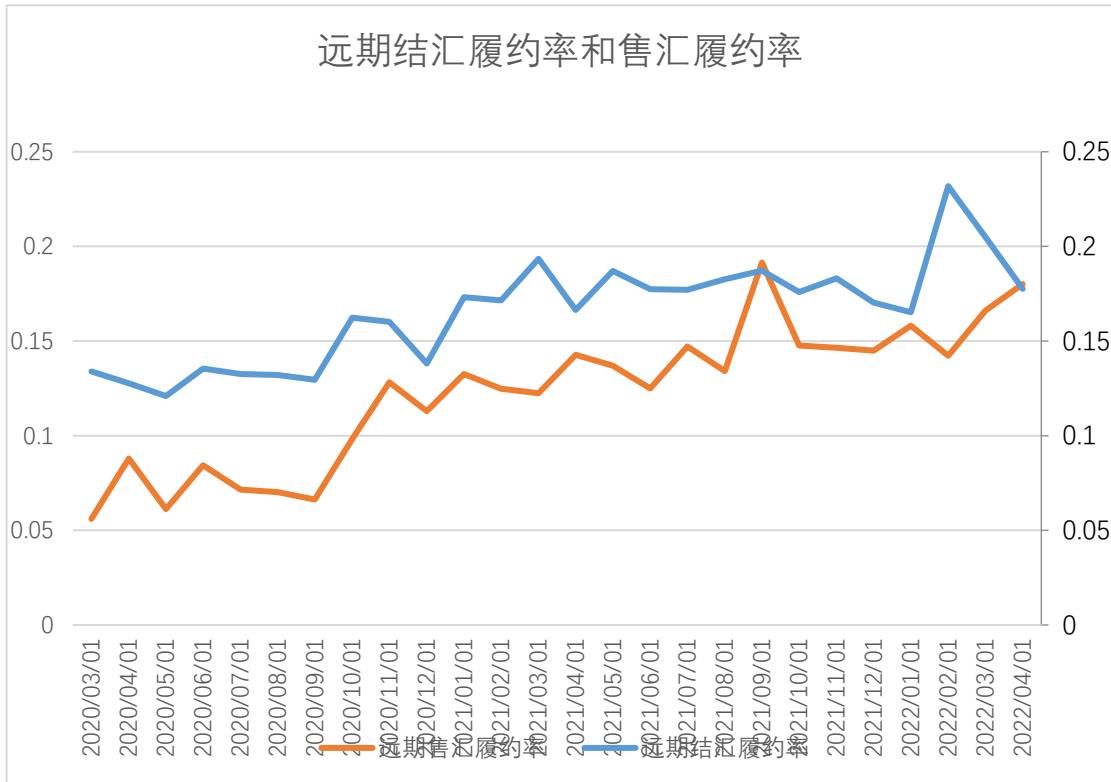


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从另一个衡量风险管理的指标——远期合约的履约率看，即远期结汇履约额占当月银行代客结汇比重和远期售汇履约额占当月银行代客售汇比重，结汇履约率从前值的 20.49% 回落到 17.76%，售汇履约率则从 16.61% 回升到 18%。显示在贬值情形下，有售汇需求的银行客户更加敏感。

图 8：月度远期合约履约率





资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从分项目看，经常项目上，银行代客结售汇顺差 154.89 亿美元，前值顺差 271.35 亿美元。其中，货物贸易顺差 214.79 亿美元，前值为顺差 306.38 亿美元；服务贸易逆差 35.17 亿美元，低于前值的逆差 17.88 亿美元；收益与经常转移项逆差 24.73 亿美元，高于前值逆差 17.14 亿美元。

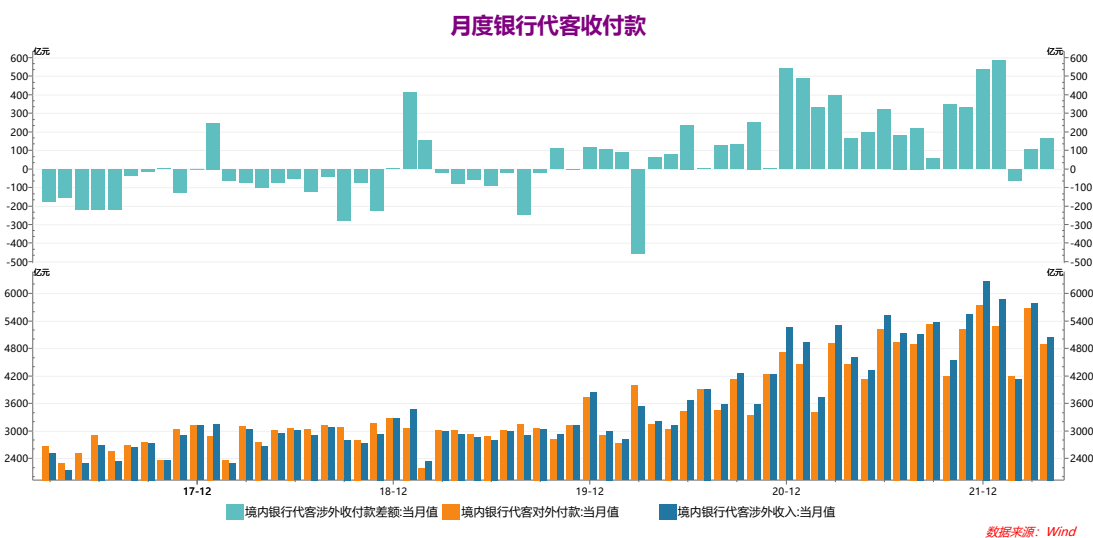
在金融与储备性质账户上，逆差 3.51 亿美元，前值逆差 71.87 亿美元，其中，直接投资出现 12.51 亿美元顺差，前值为顺差 54.98 亿美元，证券投资顺差 3.32 亿美元，前值逆差 100.82 亿美元。

## 二. 银行代客收付款分析

4 月银行代客收付款顺差 162.3 亿美元，前值顺差 103.43 亿美元。经常项目顺

差回落，货物贸易顺差回落，非储备金融项目逆差缩小，特别是证券投资逆差回落，但直接投资顺差回落明显。

图 9：月度银行代客收付款

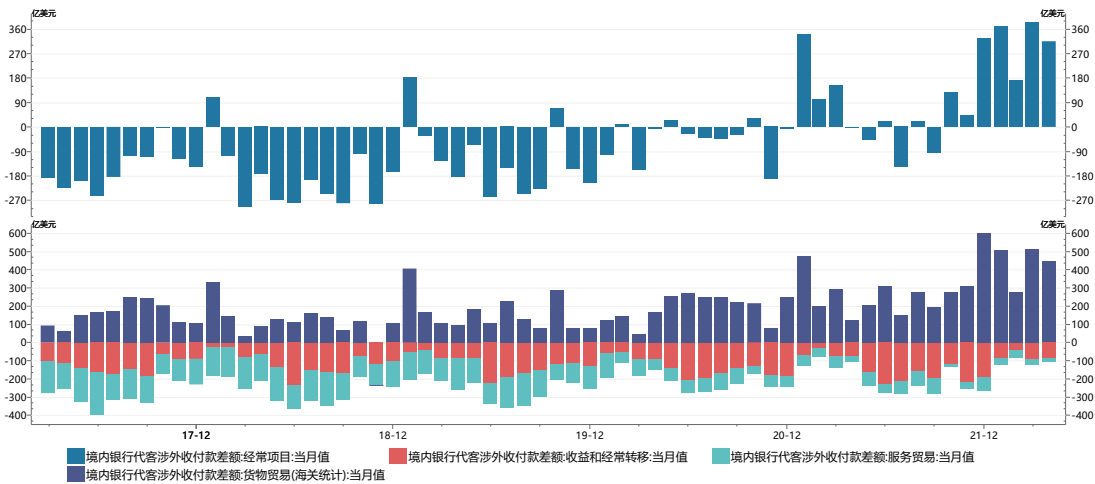


资料来源：研究所外汇管理局 WIND

其中，在经常项目下，顺差 313.91 亿美元，前值则顺差 384.59 亿美元。从分项看，货物贸易顺差从 510.49 亿美元回落到 442.88 亿美元。服务贸易逆差从 30.30 亿美元继续回落到逆差 21.07 亿美元，收益与经常转移项逆差萎缩，报 91.11 亿美元，前值为逆差 95.59 亿美元。

图 10：月度经常项目下银行代客收付款

月度经常项目下银行代客收付款



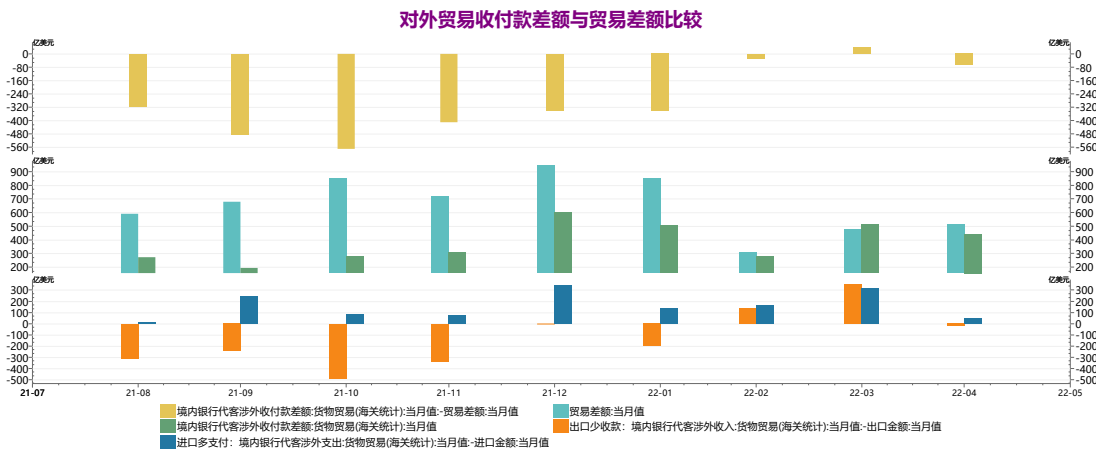
数据来源: Wind

资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

4 月份, 海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 442.88 亿美元, 环比下降 71.42 亿美元; 海关总署公布的货物贸易顺差 511.2 亿美元, 环比增加了 37.4 亿美元; 二者差值为-68.32 亿美元, 3 月为 40.5 亿美元, 缺口再度转负。

当月, 进口多付款 (即货物贸易涉外支出与进口金额的差值) 报 46.84 亿美元, 前值为 313.04 亿美元, 出口少收款 (即货物贸易涉外收入与出口金额的差值) -21.47 亿美元, 前值为 353.54 亿美元。

图 11: 对外贸易收付款差额与贸易差额比较

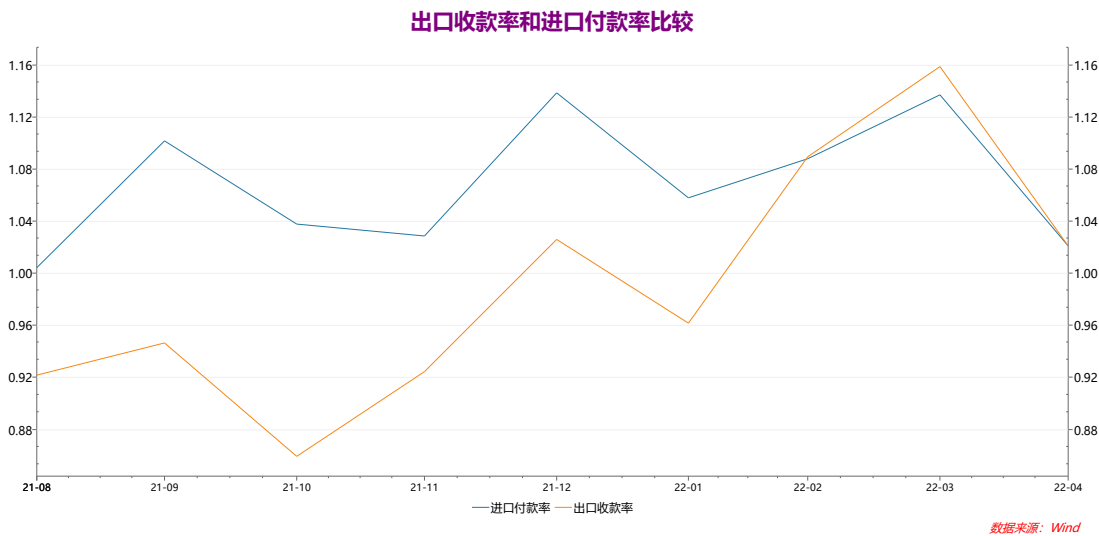


数据来源: Wind

资料来源：研究所外汇管理局 WIND

从进口付款率看，4月从114%回落到102%。之所以会存在进口多付款，是因为进口企业可能支付此前的延迟货款，也可能提前支付货款，特别是在汇率回落的背景下。但是，出口收款率也从116%回落到102%。

图 12：出口收款率和进口付款率比较

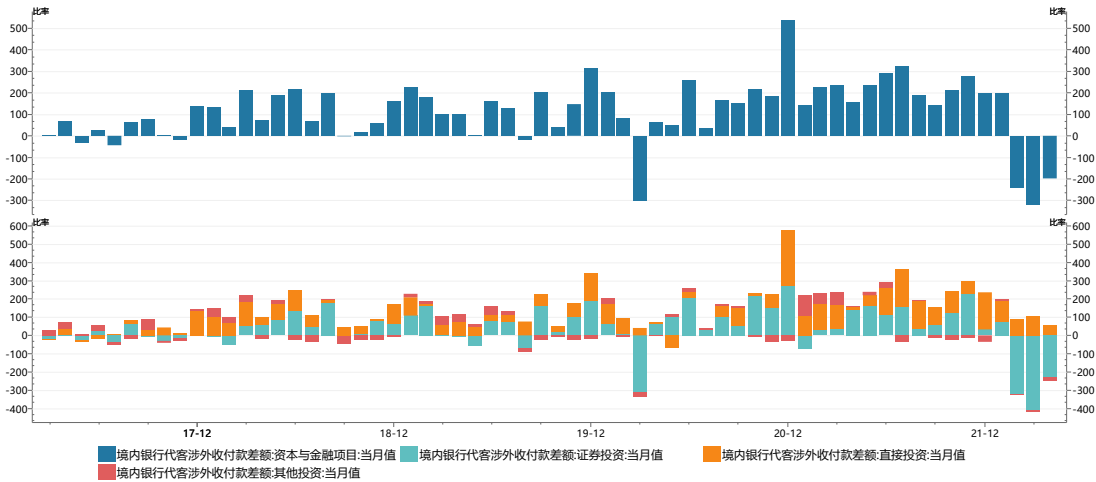


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

4月，在资本与金融项目下，继续逆差，但逆差值从321.86亿美元回落到198.31亿美元，其中，证券投资逆差229.51亿美元，前值为逆差413.73亿美元；直接投资顺差51.7亿美元，前值105.05亿美元，回落明显，其他投资逆差20.7亿美元，前值为逆差10.33亿美元。

图 13：月度资本与金融项目下银行代客收付款

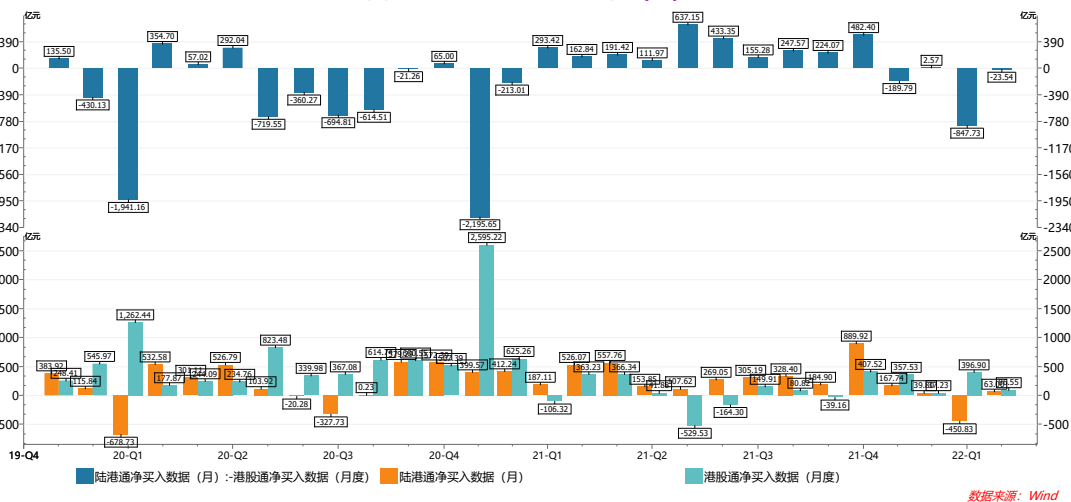
月度资本与金融项目下银行代客收付款



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

高频数据显示，4月沪港通净买入与港股通净买入资金差值报-23.54亿元人民币，大大低于前值的-847.43亿元人民币。其中陆港通净买入63亿元，而港股通净买入86.55亿元。图14：陆港通与港股通净买入比较（月）

陆港通与港股通净买入比较（月）

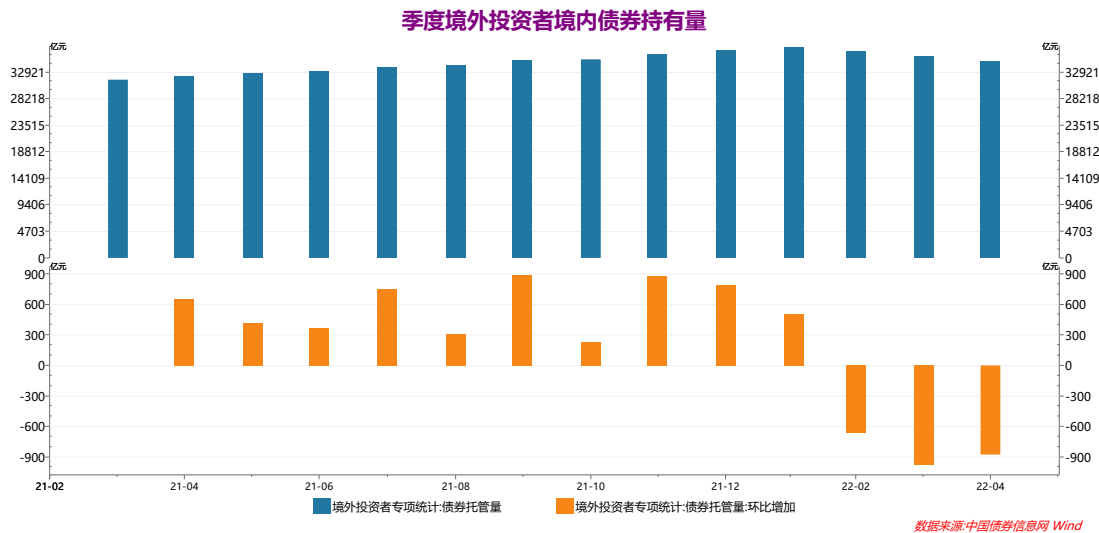


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

在债券投资方面，3月大幅减少了981.56亿元，4月又大减少了880.52亿

元，报 34803.83 亿元。

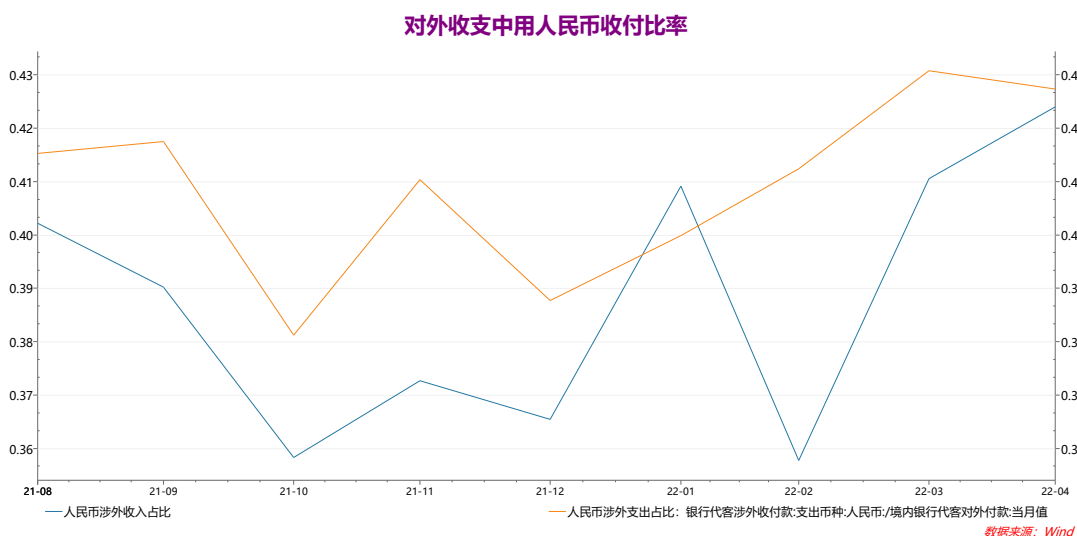
图 15：月度境外投资者境内债券托管量



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

在银行代客收付款方面,4月,用人民币进行代客收款的比重从41%回升到42%,而用人民币进行代客付款的则稳定在43%。比重的回升和稳定也在一定程度上显示了市场对汇率波动加大的预期。

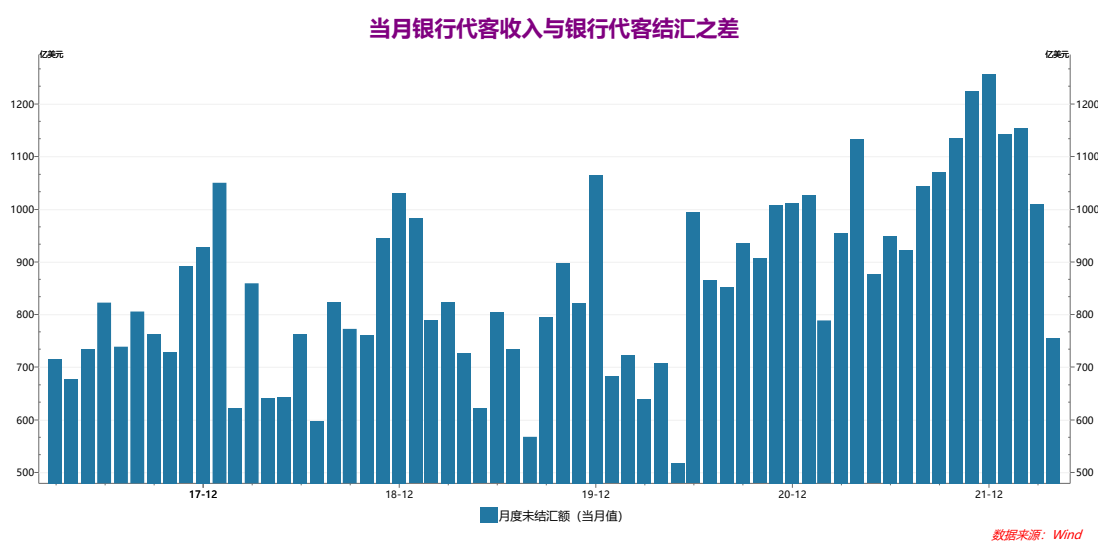
图 16：对外收支中用人民币收付比率



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

当月银行代客收入和银行代客结售汇差额可以反映银行客户的未结汇额，这一数据已经连续 2 月大幅回落，4 月报 756 亿美元，前值报 1005 亿美元。

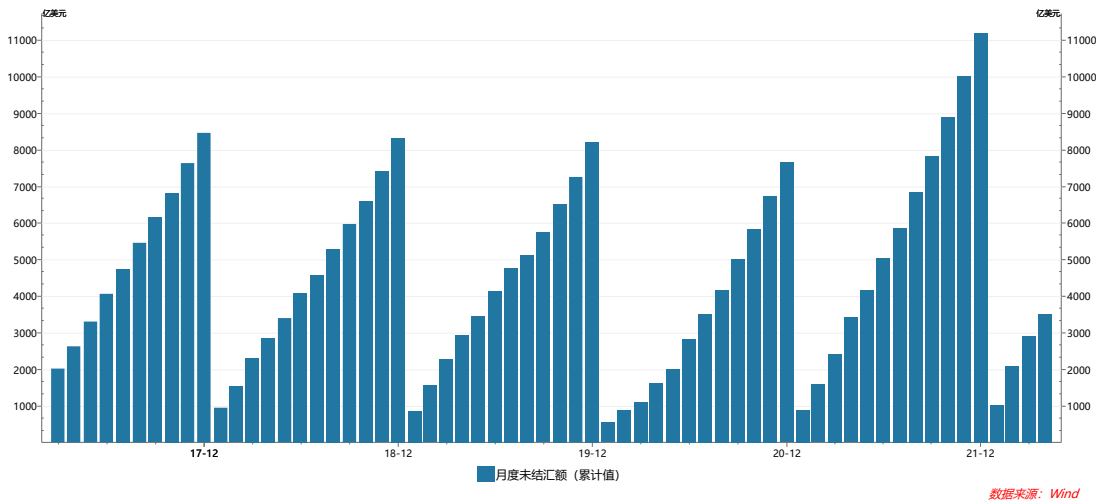
图 17：当月银行代客收入与银行代客结汇之差



从累计值看，增幅也日趋减少，但去年 12 月的累计数看，这一差额是惊人的，达到 11205.57 亿美元。而往年 2020 年和 2019 年分别为 7650.49 亿美元和 5752.82 亿美元，今年前 4 月该累计数差额又达到 3532.54 亿美元，去年同期为 3416.26 亿美元，差值缩小。

图 18：当月银行代客收入与银行代客结汇之差（累计数）

当月银行代客收入与银行代客结汇之差 (累计数)



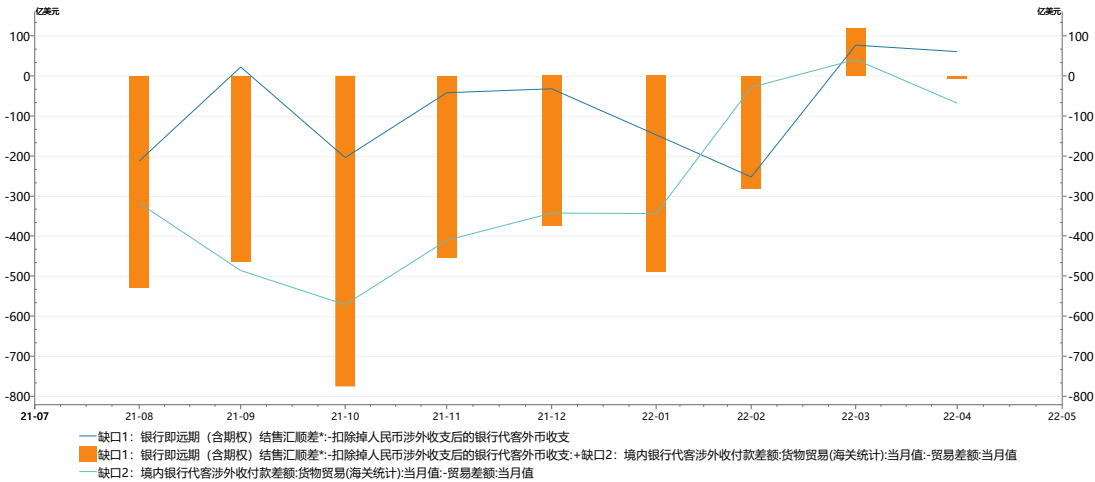
4 月份，银行代客即远期(含期权)结售汇顺差 170.05 亿美元，环比减少 82.32 亿美元，4 月扣除掉人民币收支后的银行代客收付款顺差 110.03 亿美元，环比减少 66.13 亿美元；二者缺口为 60.03 亿美元，上月为 76.22 亿美元，缺口缩小。意味着 4 月份涉外外汇净流入转化为结售汇顺差相对迟缓，境内外汇存款理应增加。但当月，金融机构新增境内外汇存款报-488 亿美元，前值为新增-75 亿美元。而当月的境内金融系统外汇资金池新增 95.74 亿美元，稍高于前值的 85.31 亿美元，可能意味着外币贷款的不旺。数据显示 4 月新增外币贷款-217 亿美元。

在前述银行代客即远期（含期权）结售汇与扣除掉人民币收支后的银行代客收付款顺差之间的+60.16 亿美元缺口基础上，为计算在国际收支口径下的跨境资本流动压力，我们继续剔除 4 月份涉外收付款货物差额与贸易进出口差额的缺口-68.32 亿美元，得到调整后的缺口为-8.29 美元，而上月缺口为+116.73 亿美元，显示 4 月份国际收支口径的跨境资本从偏流出压力不大。

图 19: 调整后的结售汇差额与涉外外币收付差额的偏离



调整后的结售汇率与涉外外币收付差额的偏离

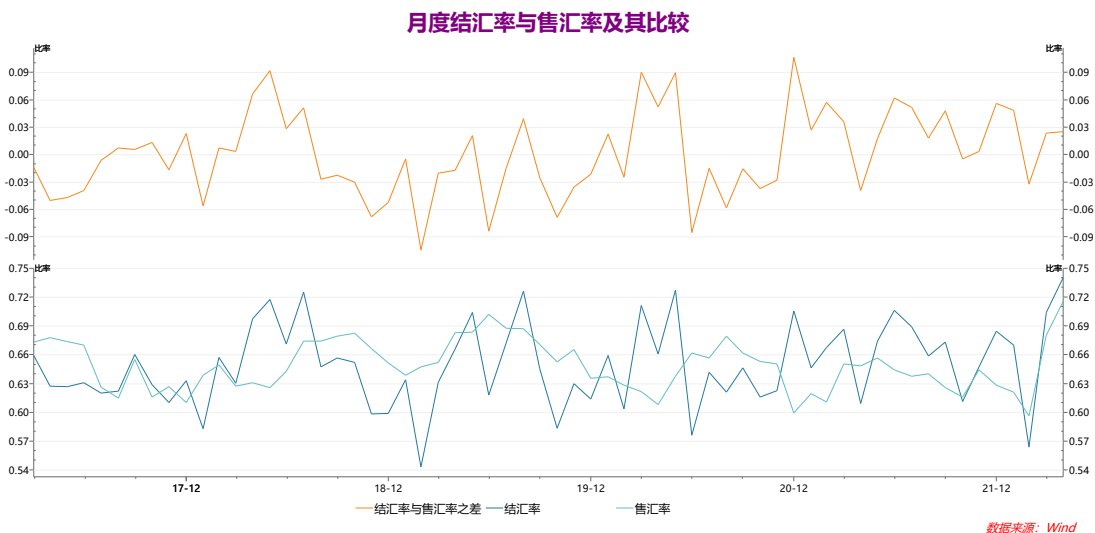


资料来源: 研究所 外汇管理局 wind

### 三. 结汇率与售汇率分析

从4月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率回升，从70.4回升到74%，售汇率则从68.1%回升到71.5%，结汇率和售汇率之差报+2.55%，前值为2.3%。

图 20: 月度结汇率与售汇率及其比较



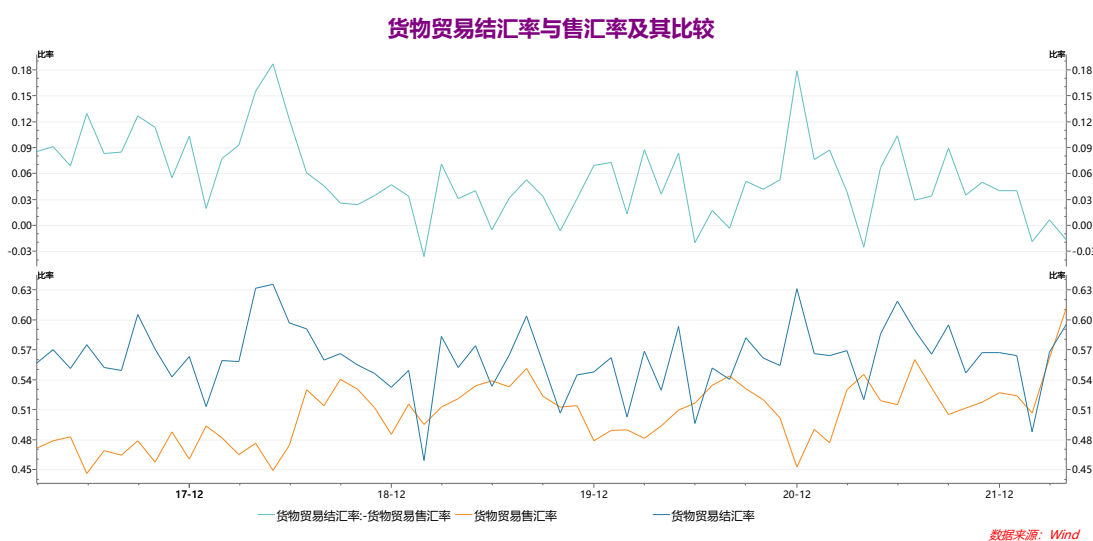
资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

前文已经分析，如果扣除掉远期合约在当月的履约额，按此计算的实际结汇率为

60.88%，实际售汇率为 58.65%，结售汇率之差报 2.23%，前值为-0.78%。

从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看，分别报 60%和 61.2%，双双回升，前值分别为 57%和 56.16%，但售汇率回升更大，两者差值从 1%转为-2%。

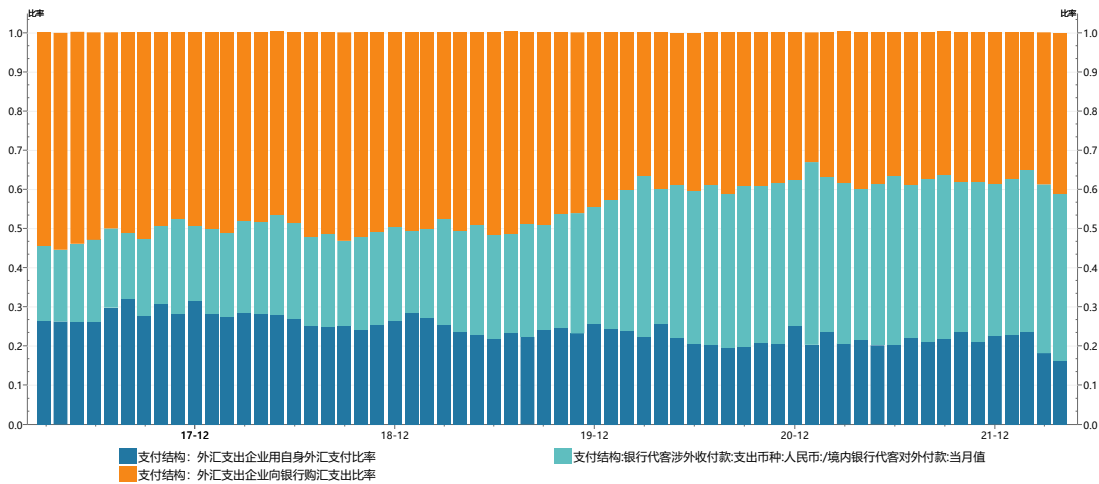
图 21：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



从进口支付的结构看，用人民币支付占到 43%，和前值持平企业向银行购汇支付报 41%，低于前值的 39%；进口企业用自身持有外汇支付占比为 16%。前值为 18%，继续有所回落，即企业用外汇存款等形式自行支付的比重有所回落，显示市场惜汇的心态。但数据显示，4 月外汇存款余额报 9975 亿美元，低与前值的 10500 亿美元。4 月新增外币贷款-217 亿美元，前值为-125 亿美元。

图 22：进口对外支付结构图

进口对外支付结构图



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

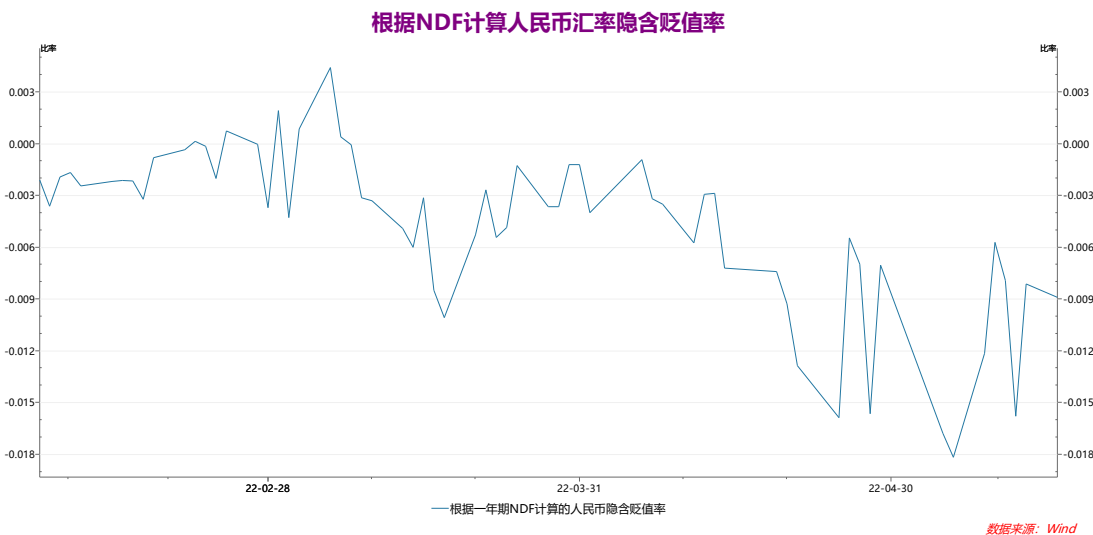
综上所述，4月人民币兑美元出现明显回落，而且反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差出现明显的减少，银行结售汇数据环比也回落，但银行贷款收付款数据相对稳定，但直接投资方面的代客收付款顺差减少明显，贸易顺差也有减少，证券投资项目继续逆差等。

但是从结汇率与售汇率数据看，特别是结汇率并没有在汇率大幅回落的情况下下降，反而出现了上涨，显示出市场高抛低买的市场性行为，特别是因为前期积压的未结汇额较大，人民币回落正好带来的以较高价结汇的机会。我们注意到未结汇额消耗增大的这一迹象。注意到了涉外外汇净流入转化为结售汇顺差相对迟缓，同时也看到贸易结汇率和售汇率出现了倒挂，显示市场对汇率回落的预期和担心。

结汇率和售汇率相对稳定也是因为在央行一再呼吁“汇率中性”的情况下，市场对汇率的波动和回落早有预期，这可以从远期售汇对冲比率上升、远期履约率等指标可见一斑。从一年期 NDF 计算的人民币汇率隐含贬值率的变动看，贬值率尽管创出阶段新高，但平均值总体低于前几次贬值周期，而且最近有了一定的收敛。

如下图所示，近期贬值率有一定收敛，在-0.8%左右明显回升，而5月6日的隐含贬值率分别高达-1.81%，为近年所罕见。

图 23：根据 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率



数据也反映了市场心态的变化，如从进口支付结构看，用售汇支付比率上升，而用自身的外汇支付减少，同时，一定程度上也反映了市场对汇率的预期。

笔者认为，由于导致这次调整的原因是对经济增长预期的下降，因此这样的调整幅度不会过小，调整时间也不会过短。目前关键是采取有力措施，逆转市场的悲观预期。好在有了一定的积极迹象。

笔者同时认为研究一国汇率首先要研究一国的汇率制度，不能用研究“清洁浮动”汇率制度的办法用在我国有管理的浮动汇率制度上，在有管理的浮动汇率下，相信央行依旧有能力维持人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，并实现双向浮动，同时增强汇率的弹性。央行可能更加关注短期汇率大幅剧烈波动带来的系统性金融风险。

（研究所，20220517）

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

---

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[shenchen\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenchen_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799