

专题报告

2022年7月22日星期五

市场供求关系改善，但风险依旧

——6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:

6月人民币汇率相对平稳,反映境内主要外汇供求关系的银行即远期(含期权)结售汇转逆为顺,结汇率和售汇率差值有所改善,说明6月外汇市场供求关系有所改善。但是,银行代客收付款均出现小幅逆差,从部分指标看,如从未结汇额增加、进口付款率增加和出口收款率减少等指标看,市场对汇率贬值的担心依旧明显存在,从对冲比例下降看有所减弱。

笔者认为人民币中短期内估计依旧总体维持弱市,人民币兑美元汇率难升易跌,特别是进入7月后,人民币汇率再现疲态,汇率风险依旧比较大。央行一再呼吁“汇率中性”的情况下,因此,建议进口企业利用外汇衍生品市场进行锁汇操作,而外汇收入企业可以待价而沽,也可以利用金融汇衍生品进行增收保汇操作,如卖出虚值的看涨期权等。

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。

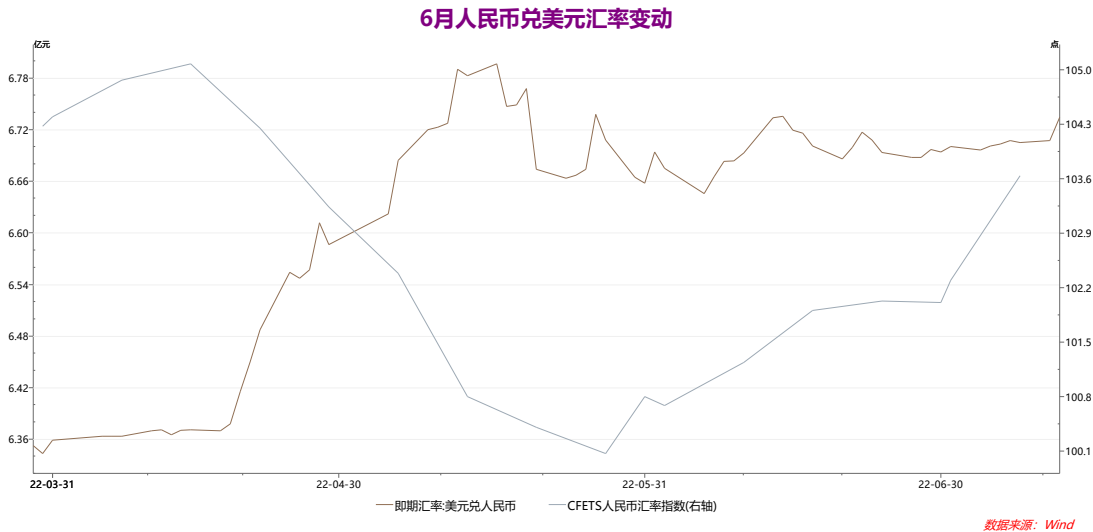
正文

今天，国家外汇管理局公布 6 月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，在 6 月人民币兑美元汇率相对平稳的情况下，银行代客结售汇顺差，但银行代客收付款出现小幅逆差，但结汇率和售汇率倒挂有所收窄，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇转逆差为顺差，外汇供求关系有所小幅改善，但风险依旧，市场预期可能还是汇率趋贬。

一. 银行结售汇数据分析

如下图所示，人民币汇率在 6 月相对平稳，并表现出一定的抗跌性。人民币指数总体缓步走高。

图 1：6 月人民币兑美元汇率变动



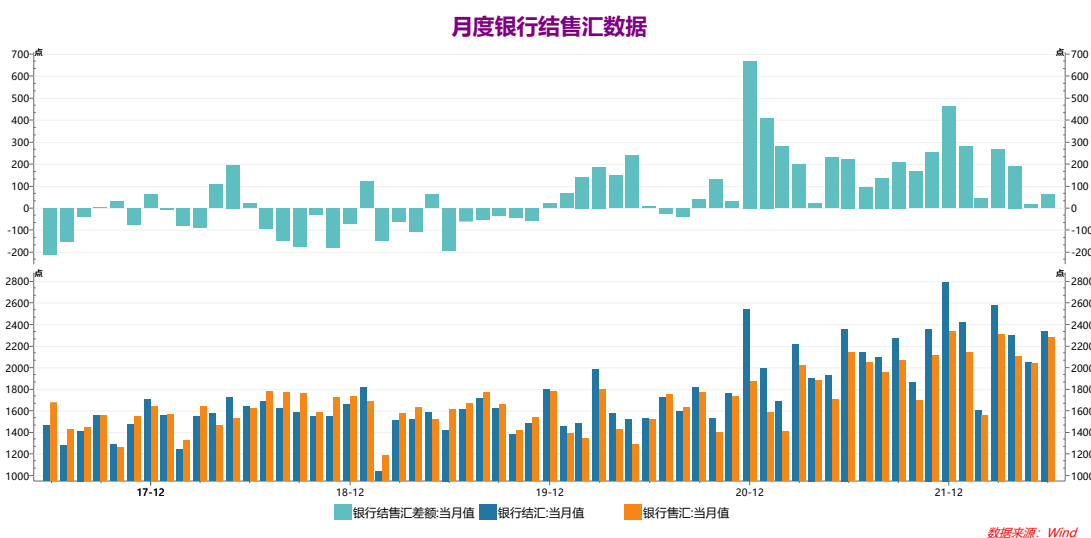
数据来源: Wind

资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

从银行的结售汇数据看, 6月继续出现顺差, 顺差环比有所回升, 结汇和售汇环比均出现回升。6月顺差报 59.22 亿美元, 前值为 14.51 亿美元。

银行结售汇顺差的回升主要是银行客结售汇顺差的所致。银行自身结售汇 6月出现逆差。

图 2: 月度银行结售汇数据

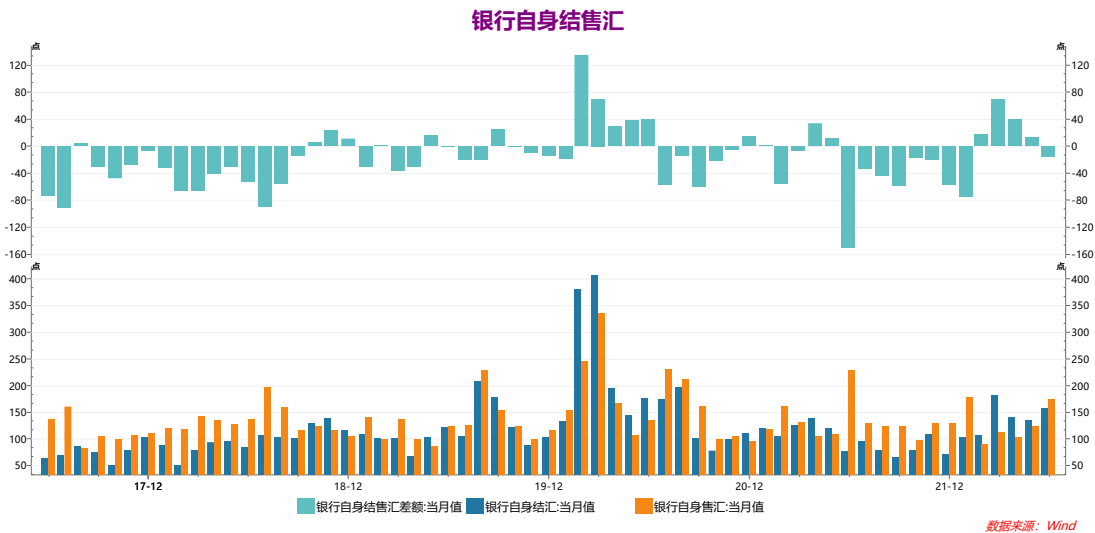


数据来源: Wind

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，逆差 16.07 亿美元，前值顺差 12 亿美元。

图 3： 银行自身结售汇

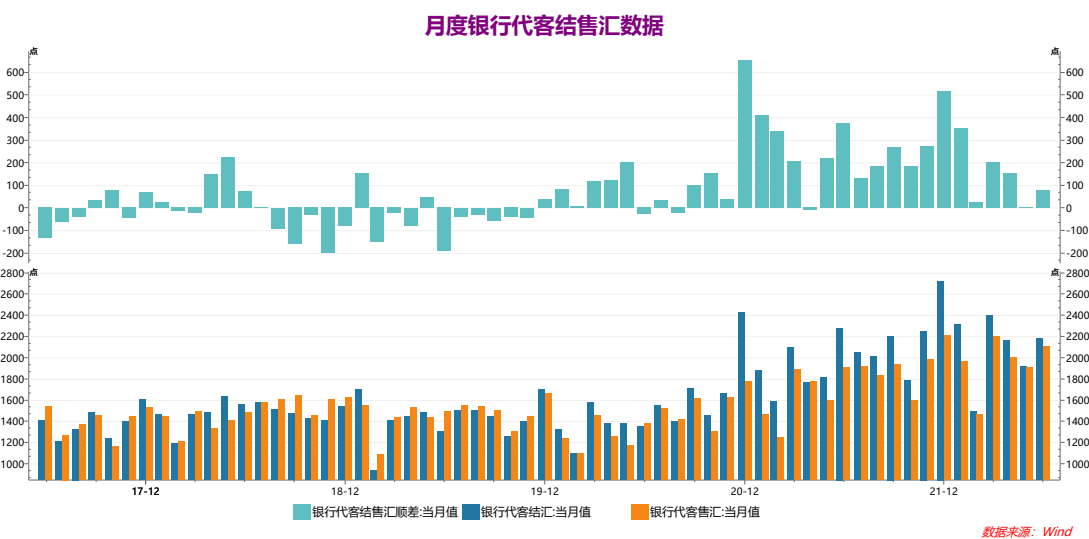


数据来源：Wind

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，6 月顺差仅仅报 75.29 亿美元，前值仅仅顺差 2.51 亿美元。结汇和售汇金额均有一定的回升，但售汇环比相对明显。

图 4： 月度银行代客结售汇数据

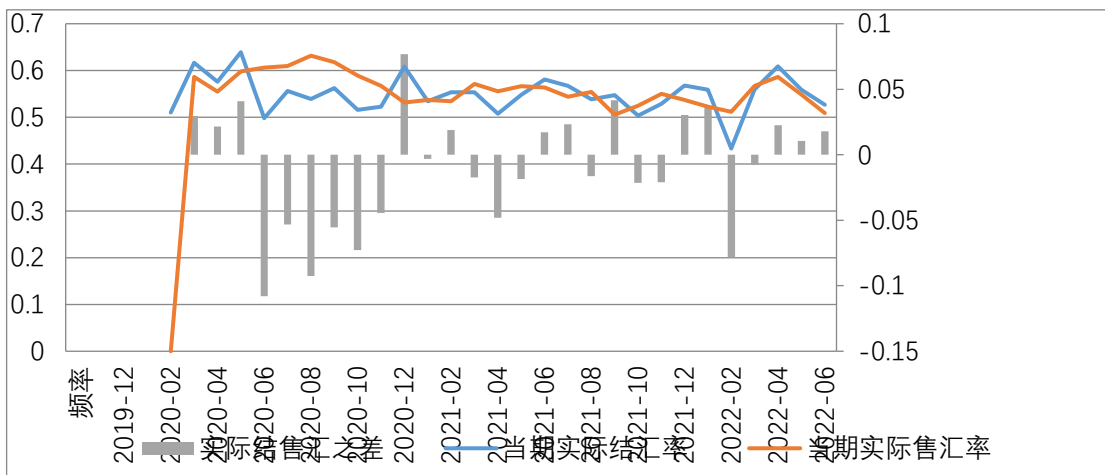


数据来源：Wind

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 414.84 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 459.81 亿美元，扣除掉远期合约在 6 月的履约额，6 月银行实际代客完成的结汇数据为 1765.81 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1645.55 亿美元，其差额为顺差 120.25 亿美元，前值为顺差 61.08 亿美元。按此计算的实际结汇率为 52.67%，实际售汇率为 50.88%，实际结售汇率之差报 1.78%，前值为 1.04%。

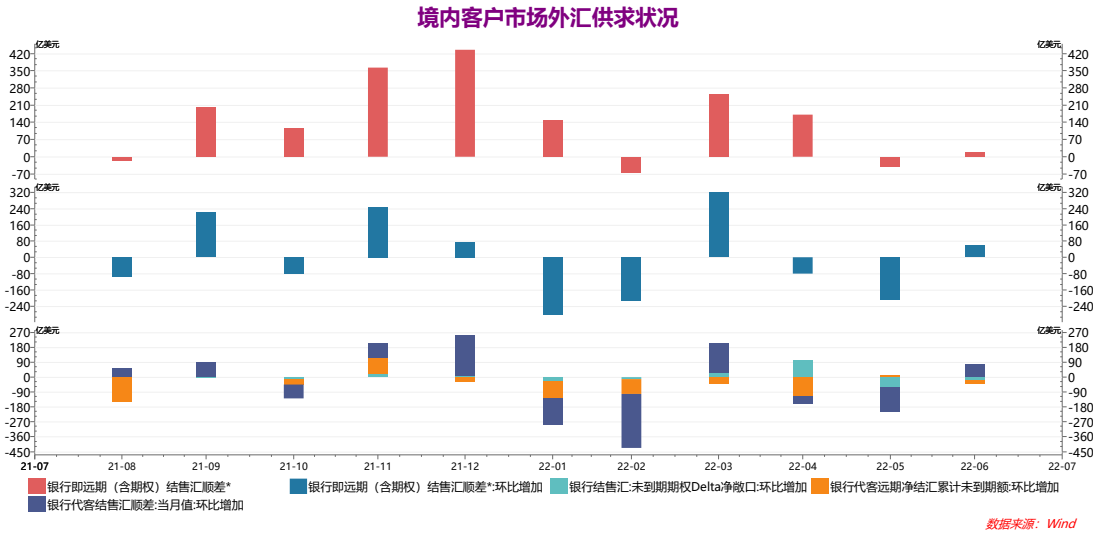
图 5：扣除掉远期合约履约率后的实际当期结汇售汇及其差额



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 17.18 亿美元，前值为逆差 40.46 亿美元。增加了 57.64 亿美元。其中，银行即期结售汇顺差 59.22 亿美元，环比增加 72.78 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比减少了 21.25 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少 20.78 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易减少外汇供应 42.03 亿美元（上月减少外汇供应 54.97 亿美元）。这也意味着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 42.03 亿美元外汇，上月净买入 54.97 亿美元)

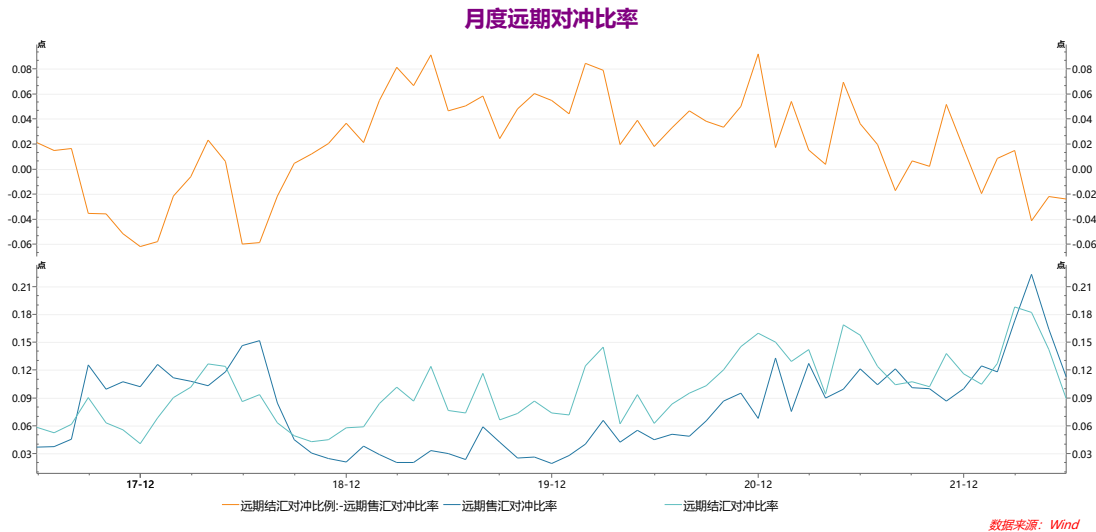
图 6：境内客户市场外汇供求状况



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

从远期对冲比率看，6 月远期售汇对冲比例和远期结汇对冲比率均出现回落，结汇对冲比率从 14.2% 回落到 8.9%，而售汇对冲比率也从 16.4% 回落到 11.3%。显示市场对汇率大幅动荡的担心减少。当月，人民币兑美元的即期询价成交量报 7424.17 亿美元，高于 5 月的 5227.95 美元。

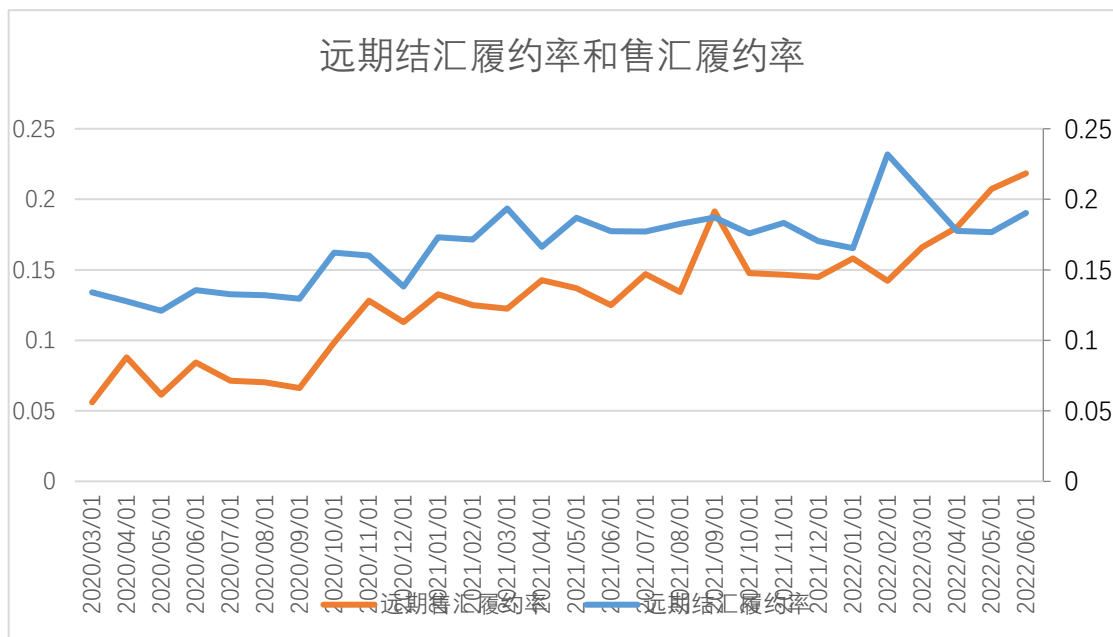
图 7：月度远期对冲比率



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 17.65 % 回升到 19.02%，售汇履约率则从 20.74% 回升到 21.83%，创下历史高点。显示在 6 月人民币相对平稳的背景下，有售汇和结汇履约率回升。

图 8：月度远期合约履约率



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

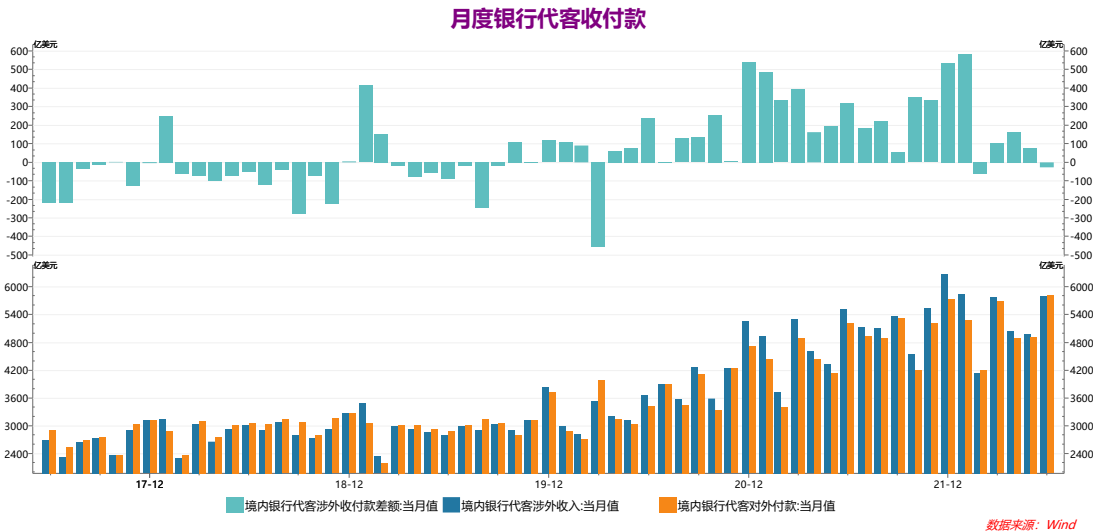
从分项目看，经常项目上，银行代客结售汇顺差 33.29 亿美元，前值逆差 4.9 亿美元。其中，货物贸易顺差 253.77 亿美元，前值为顺差 81.88 亿美元；服务贸易逆差 59.58 亿美元，低于前值的逆差 31.22 亿美元；收益与经常转移项逆差 160.91 亿美元，高于前值逆差 55.56 亿美元。贸易收支项目的顺差大增抵消了收益与经常转移项逆差的大增。

在金融与储备性质账户上，顺差 42 亿美元，前值顺差 7.42 亿美元，其中，直接投资出现 39.58 亿美元顺差，前值为顺差 9.29 亿美元，证券投资顺差 49.48 亿美元，前值逆差 4.36 亿美元。

二. 银行代客收付款分析

6 月银行代客收付款逆差 28.17 亿美元，前值顺差 77.2 亿美元。经常项目逆差，主要是收益与经常转移项逆差扩大，但货物贸易顺差回升，非储备金融项目逆差有所缩小。

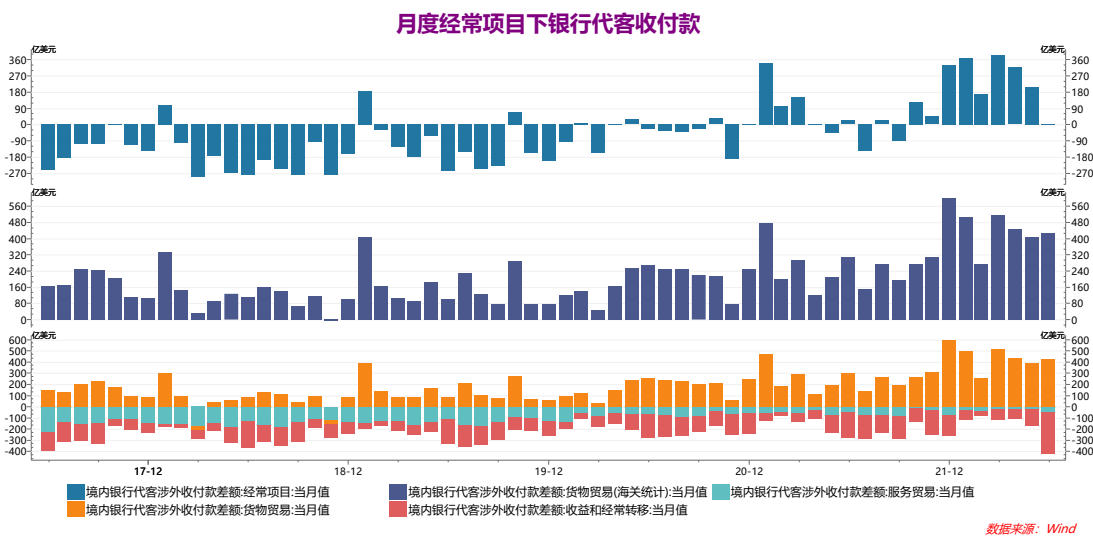
图 9：月度银行代客收付款



资料来源: 研究所外汇管理局 WIND

其中, 在经常项目下, 逆差-8.05 亿美元, 前值则顺差 205.46 亿美元。从分项看, 货物贸易顺差从 383.41 亿美元回升到 417.89 亿美元。服务贸易逆差从 28.36 亿美元继续回升到逆差 51.17 亿美元, 收益与经常转移项逆差扩大, 报-374.78 亿美元, 前值为逆差 149.58 亿美元。

图 10: 月度经常项目下银行代客收付款

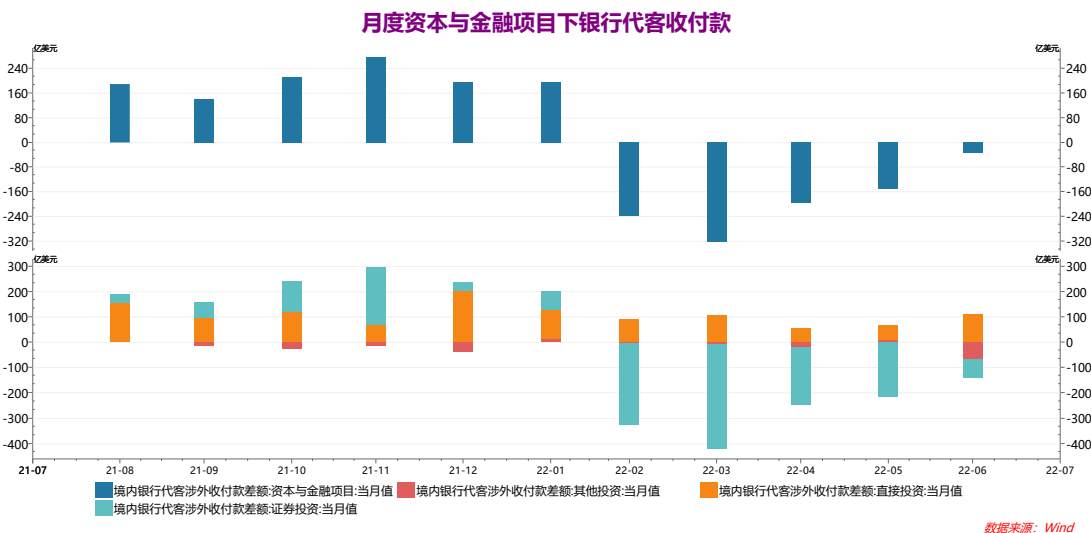


资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

6 月份，海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 423.62 亿美元，环比增加 20.62 亿美元；海关总署公布的货物贸易顺差 787.5 亿美元，环比增加了 195.42 亿美元；二者差值为-554.79 亿美元，4 月为 383.5 亿美元，缺口负向继续扩大。显示存在出口少收款和进口多付款的情况加大。其中，出口少收款 353.08 亿美元，低于前值的 372.11 亿美元，进口多付款 201.71 亿美元，大大高于前值的 7.89 亿美元。导致其变动因素很多，对汇率的贬值预期可能也是原因之一。

6 月，在资本与金融项目下，继续逆差，但逆差值从 152.41 亿美元回落到 34.31 亿美元，其中，证券投资逆差 74.13 亿美元，前值为逆差 216.01 亿美元，逆差明显下降；直接投资顺差 107.47 亿美元，前值 55.01 亿美元，稍有回升，其他投资逆差 67.77 亿美元，前值为顺差 8.72 亿美元。

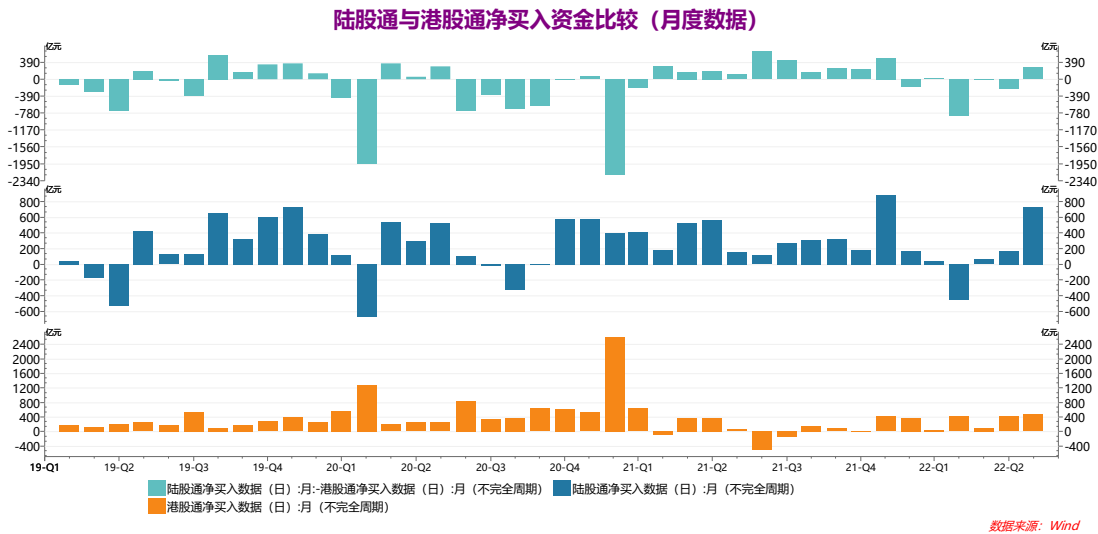
图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

高频数据显示，6 月，陆股通净流入明显增加，但港股通资金净流入也有增加。陆港通净流入明显改善，达到 272.93 亿元。

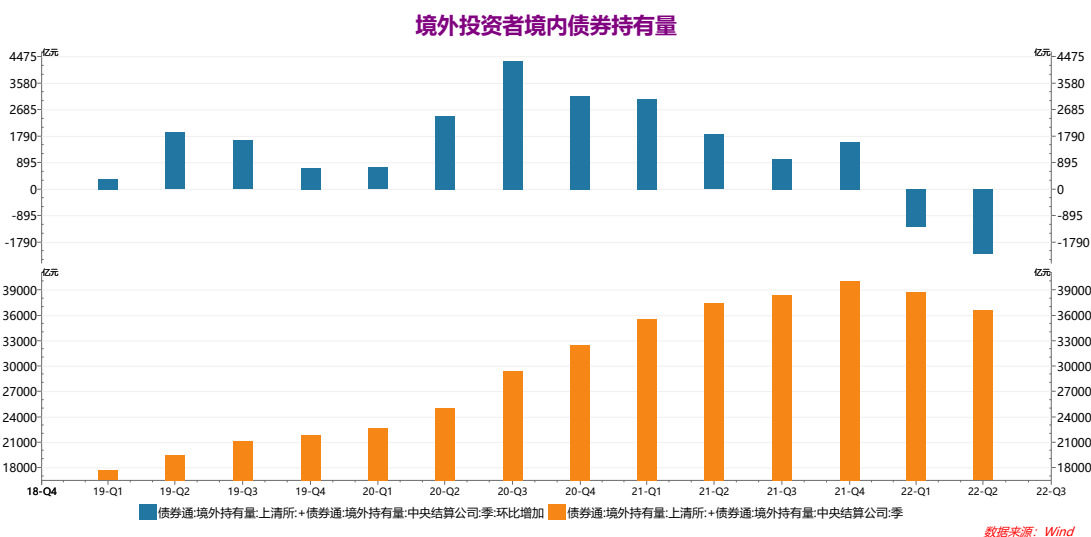
图 12: 陆港通与港股通净买入比较 (月)



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

在债券投资方面，季度数据显示，6 月又减少到 36589 亿元，前值报 38768 亿元，减少了 2179 亿元。

图 13: 季度境外投资者境内债券持有量

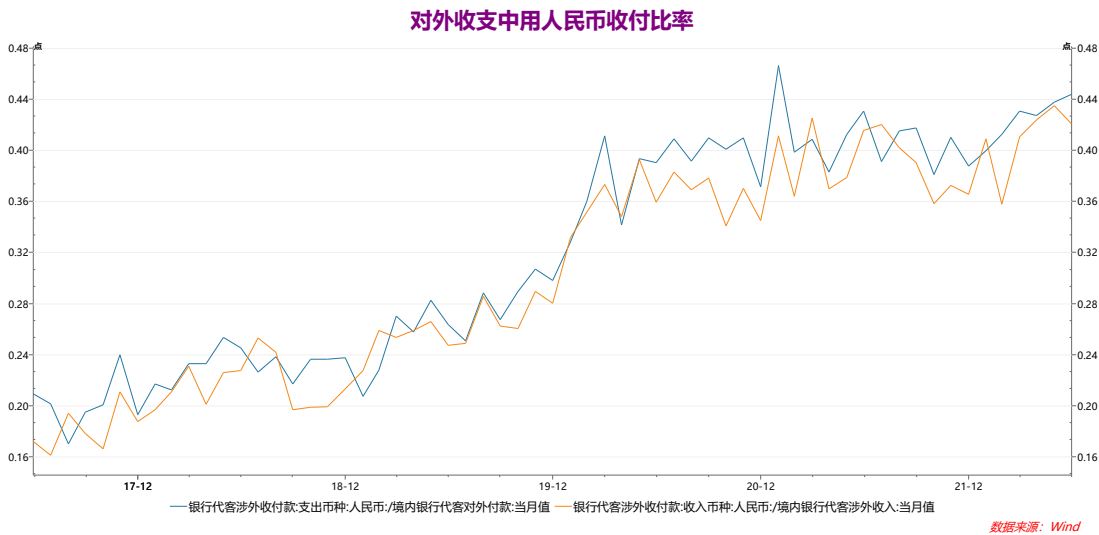


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

在银行代客收付款方面，6 月，用人民币进行代客收款的比重从 43.5 回落到

42.05%，而用人民币进行代客付款的则从 43.8% 回升到 44.38%。人民币在对外付款比重的回升和收款比率的回落也在一定程度上显示了市场对汇率波动加大的预期。

图 14：对外收支中用人民币收付比率

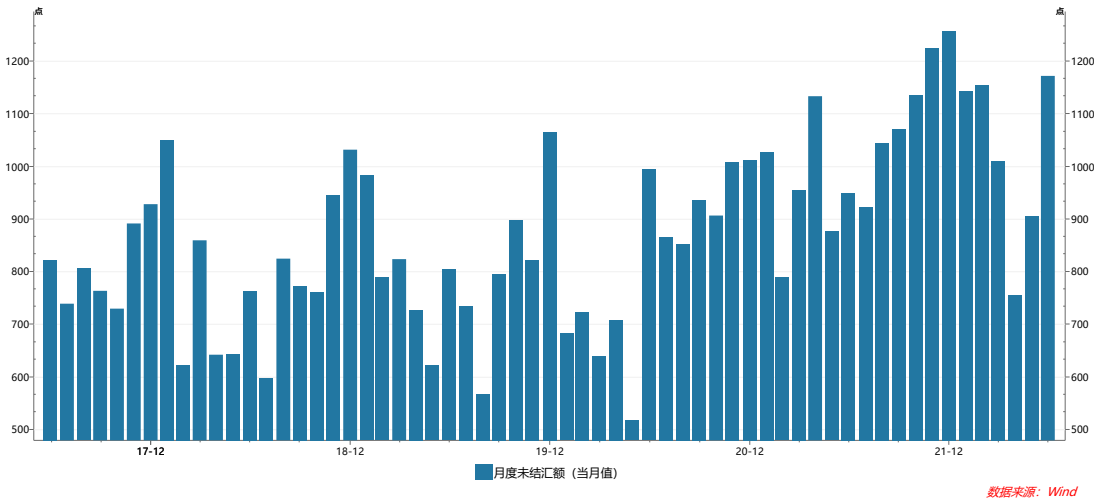


资料来源：研究所外汇管理局 WIND

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 月大幅回落后，5 月回升，6 月继续回升，报 1172.2 亿美元，前值报 905.34 亿美元。显示外汇收入企业待价而沽的心态。

图 15：当月银行代客收入与银行代客结汇之差

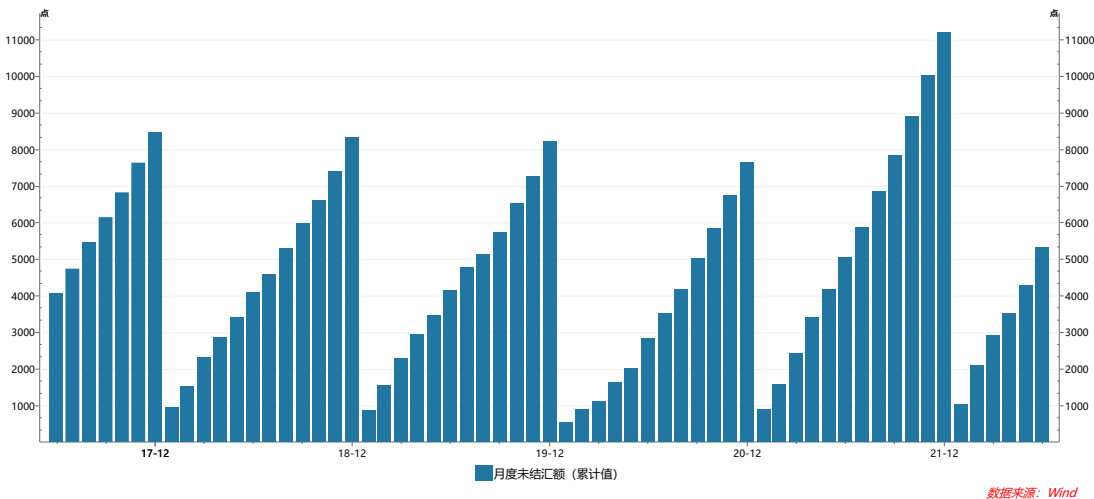
当月银行代客收入与银行代客结汇之差



而从累计值看，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 6 月该累计数差额达到 5316.6 亿美元，去年同期为 5045.62 亿美元，增幅放慢后有所小幅增加。

图 16：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）

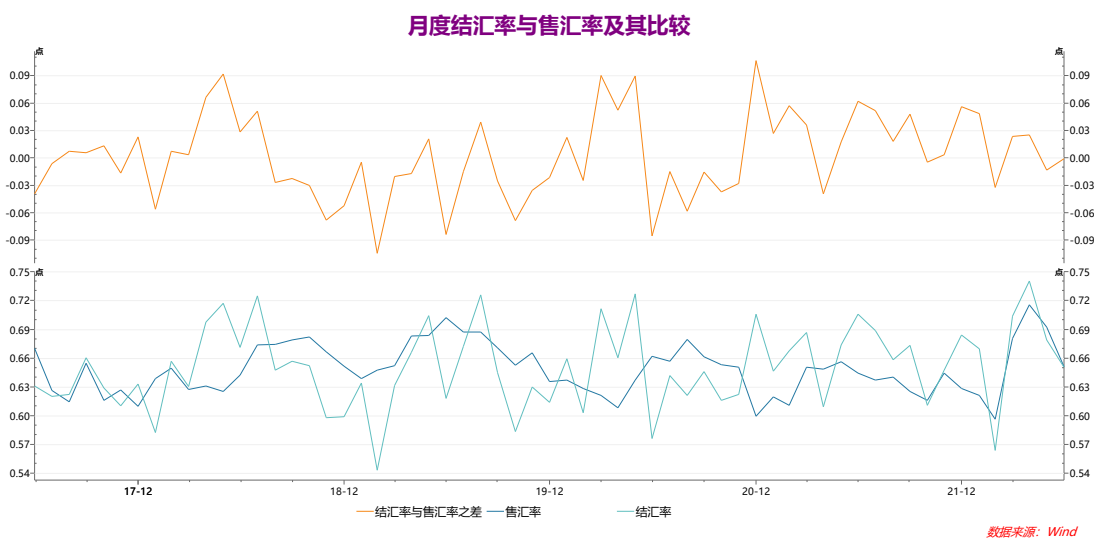


三. 结汇率与售汇率分析

从 6 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率和售汇率均继续回落，结汇率从

67.9%回落到 65%，售汇率也从 69.2%回落到 65.1%，结汇率回落更加明显，结汇率和售汇率之差报-0.06%，前值为-1.33%，负向差值有所缩小。

图 17：月度结汇率与售汇率及其比较



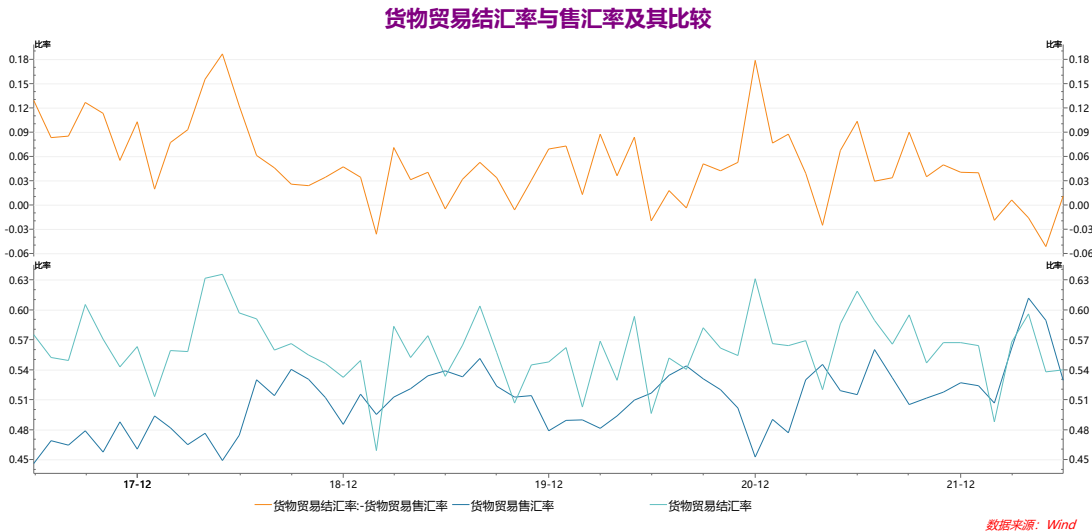
数据来源: Wind

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 52.67%，实际售汇率为 50.88%，实际结售汇率之差报 1.78%，前值为 1.04%。

从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看，分别报 54%和 52.89%，双双回落，前值分别为 53.8%和 58.96%，但结汇率回升更大，两者差值从-5%转为 +1%。

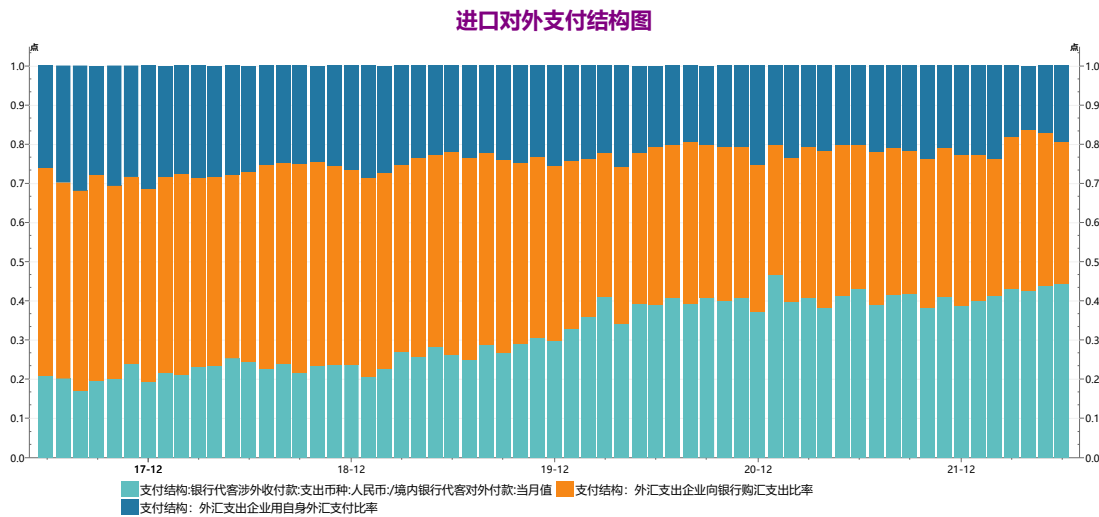
图 18：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



数据来源: Wind

从进口支付的结构看，用人民币支付占到 44%，与前值持平。企业向银行购汇支付报 36%，低于前值的 39%；进口企业用自身持有外汇支付占比为 19%。前值为 17%，有所回升。数据显示，6 月外汇存款余额报 9866 亿美元，高于前值的 9845 亿美元。6 月新增外币贷款-173 亿美元，前值为-166 亿美元。

图 19：进口对外支付结构图



数据来源: Wind

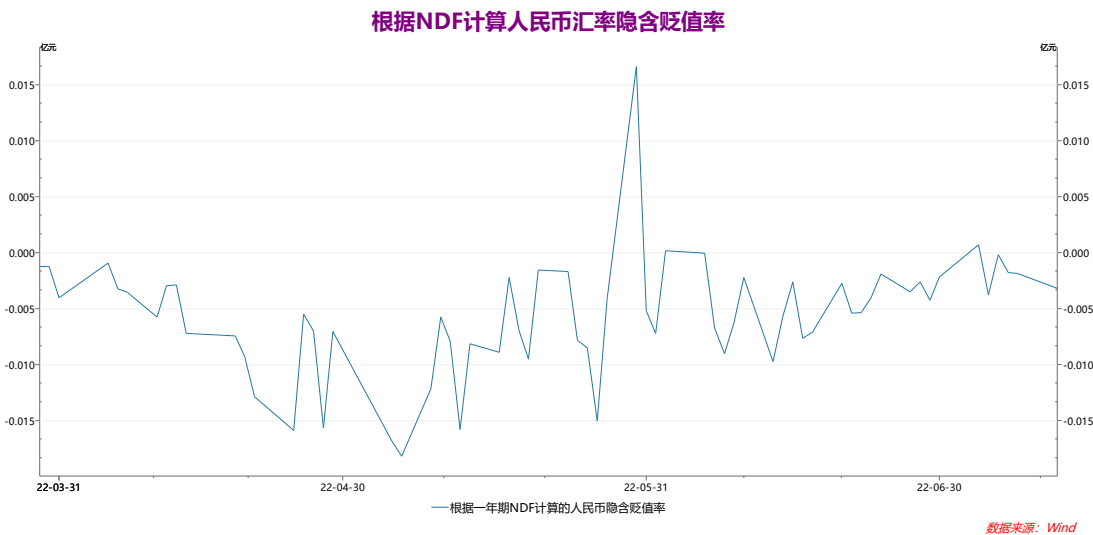
资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

综上所述，6 月人民币汇率相对平稳，反映境内主要外汇供求关系的银行即远

期（含期权）结售汇转逆为顺，结汇率和售汇率差值有所改善，说明 6 月外汇市场供求关系有所改善。但是，银行代客收付款均出现小幅逆差，从部分指标看，如从未结汇额增加、进口付款率增加和出口收款率减少等指标看，市场对汇率贬值的担心依旧明显存在，从对冲比例下降看有所减弱。

从一年期 NDF 计算的人民币汇率隐含贬值率的变动看，近期贬值率有一定收敛。

图 20：根据 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率



笔者认为人民币中短期内估计依旧总体维持弱市，人民币兑美元汇率难升易跌，特别是进入 7 月后，人民币汇率再现疲态，汇率风险依旧比较大。央行一再呼吁“汇率中性”的情况下，因此，建议进口企业利用外汇衍生品市场进行锁汇操作，而外汇收入企业可以待价而沽，也可以利用金融衍生品进行增收保汇操作，如卖出虚值的看涨期权等。

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，20220722）

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

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799