

专题报告

2022年8月15日星期一

## 供求关系有所改善，市场预期分歧明显

### ——7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:

7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)结售汇顺差增加,结汇率和售汇率差值进一步改善,显示7月外汇市场供求关系有所改善。银行代客收付款均出现小幅逆差,外管局发言人称,受分红派息等季节性因素影响,企业、个人等非银行部门涉外收支呈现小幅逆差,属于在平衡区间内的正常波动。但是,值得关注的是直接投资项的涉外收支也出现了逆差。从一系列指标看,市场对汇率预期的分歧在加大。汇率难以预测和不可预测,一再呼吁“汇率中性”的情况下,因此,建议进出口企业利用外汇衍生品市场进行必要的风险管理。

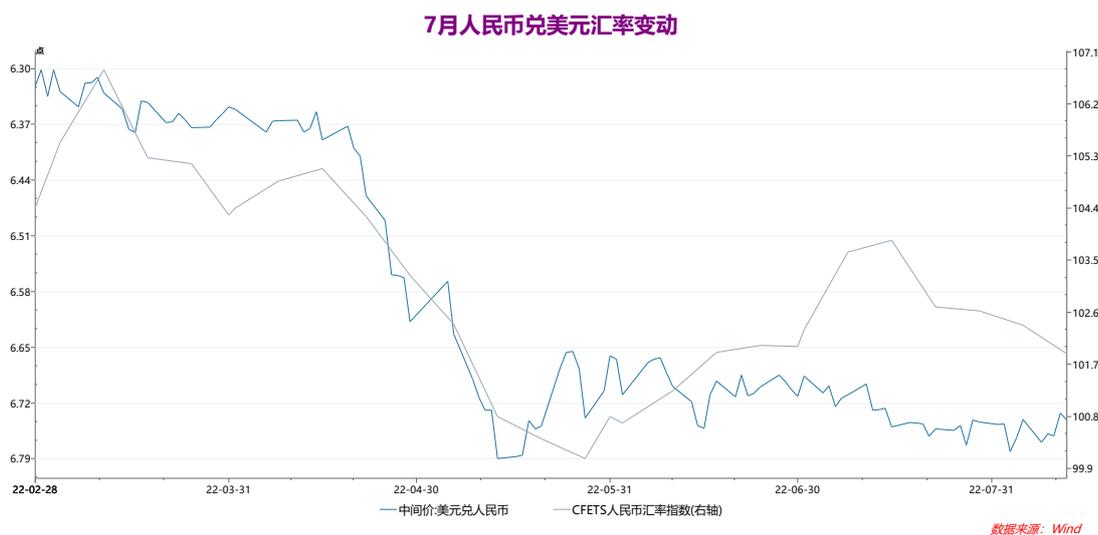
## 正文

今天，国家外汇管理局公布 7 月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，在 7 月人民币兑美元汇率相对平稳的情况下，银行结售汇逆差，银行代客收付款出现逆差环比增加，但结汇率和售汇率结束倒挂，正向差值扩大，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差增加，外汇供求关系有所小幅改善，但市场预期出现明显的分化。

### 一. 银行结售汇数据分析

如下图所示，人民币汇率在 7 月总体相对平稳，并继续表现出一定的抗跌性，全月中间价格在 6.69 和 7.77 间小幅波动。人民币指数随美元走高后回落。

图 1：7 月人民币兑美元汇率变动



数据来源: Wind

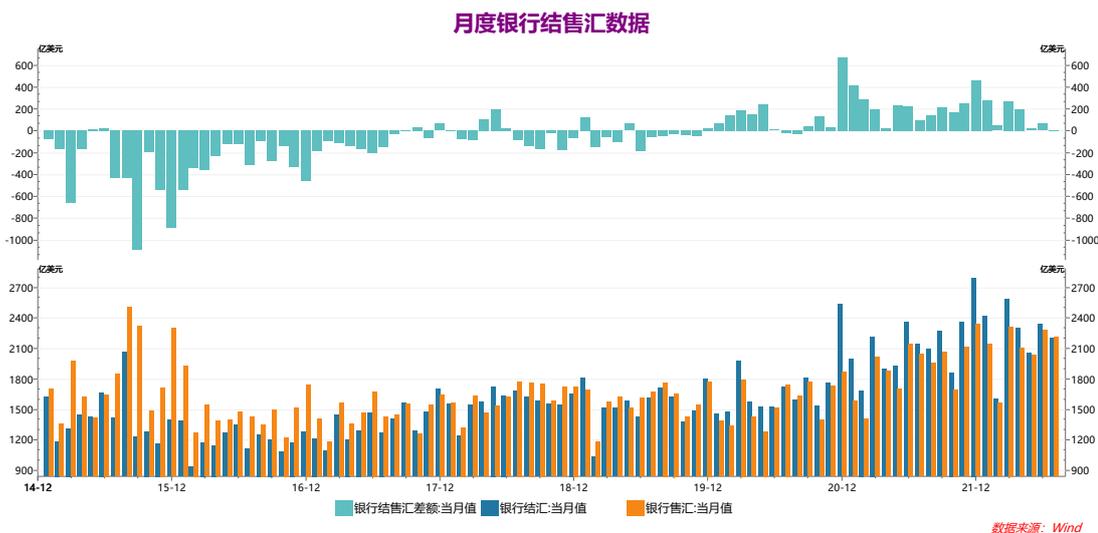
资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从银行的结售汇数据看，7 月出现逆差，顺差环比有所回升，结汇和售汇环比

均出现回落。7月逆差报8.98亿美元，前值为顺差59.22亿美元。

银行结售汇逆差主要是因为银行自身结售汇7月出现逆差扩大所致。

图 2：月度银行结售汇数据



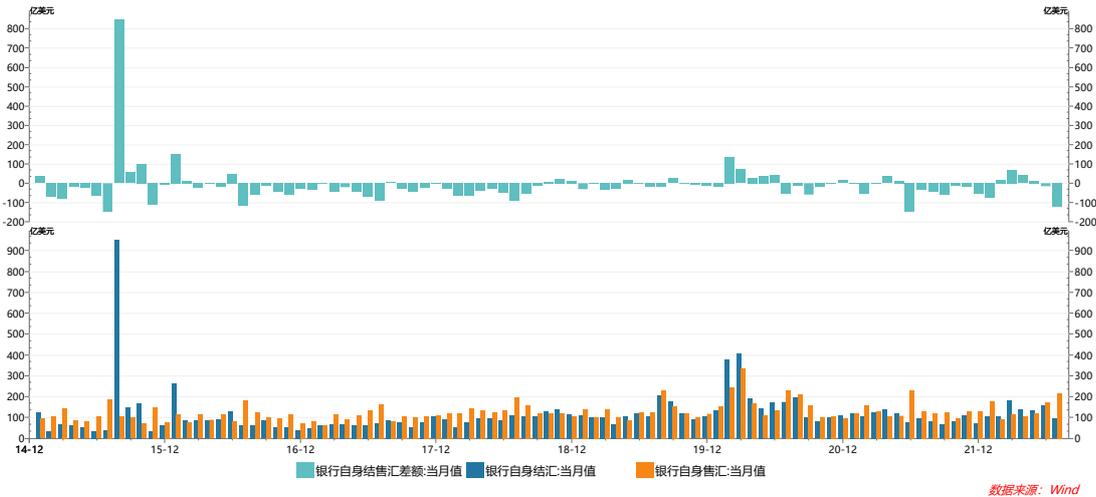
资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从银行自身的结售汇数据看，逆差122.52亿美元，前值逆差16.07亿美元。

银行自身结售汇逆差增加估计和银行自身的对境外股东分红派息有关，有一定的季节性。

图 3：银行自身结售汇

银行自身结售汇



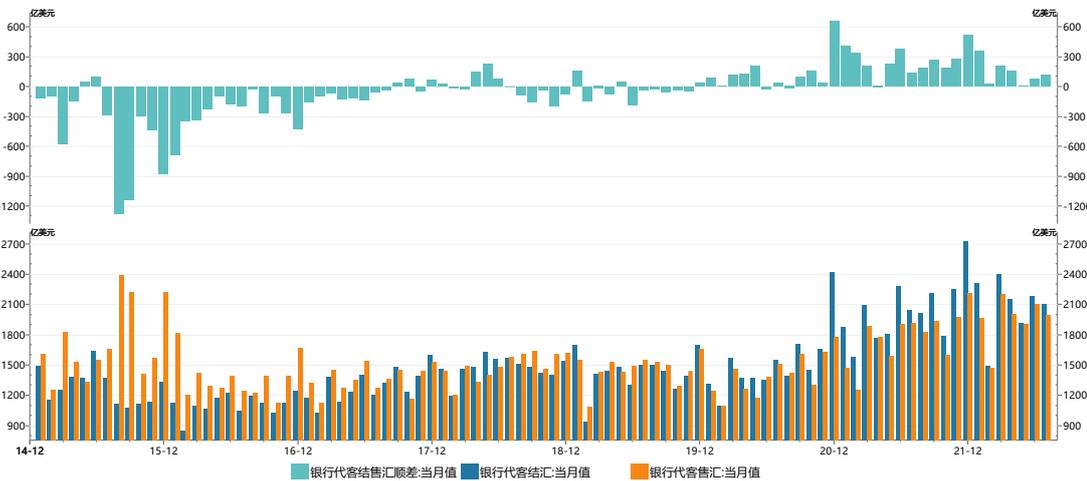
数据来源: Wind

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，7月顺差报113.55亿美元，前值顺差75.29亿美元。结汇和售汇金额均有一定的回落，但售汇环比回落相对明显。

图4: 月度银行代客结售汇数据

月度银行代客结售汇数据



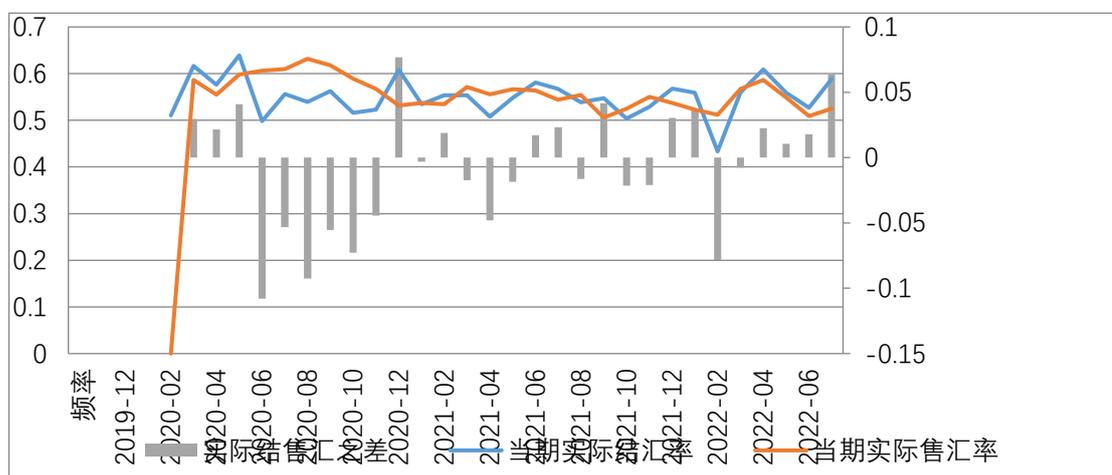
数据来源: Wind

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

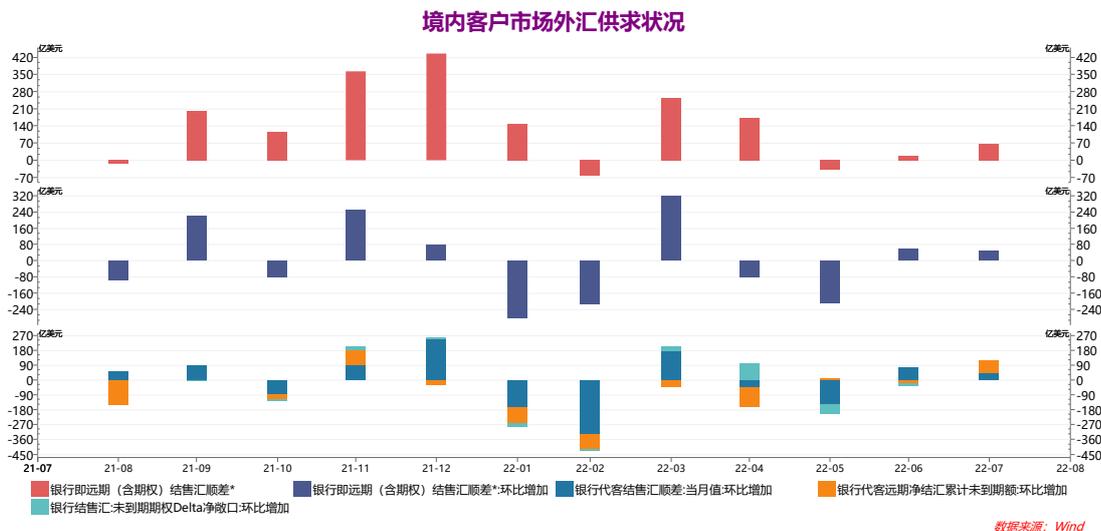
掉。通过计算，远期代客结汇合约的当月履约额为 365 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 431.7 亿美元，扣除掉远期合约在 7 月的履约额，7 月银行实际代客完成的结汇数据为 1744.02 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1563.81 亿美元，其差额为顺差 180.2 亿美元，前值为顺差 120.25 亿美元。按此计算的实际结汇率为 58.81%，实际售汇率为 52.45%，实际结售汇率之差报 6.36%，前值为 1.78%。改善明显。

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



7 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 65.45 亿美元，前值为顺差 17.18 亿美元。增加了 48.27 亿美元。其中，银行即期结售汇顺差 113.55 亿美元，环比增加 38.26 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比增加了 76.79 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少 2.36 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇供应 74.43 亿美元（上月减少外汇供应 42.04 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卖出 74.43 亿美元外汇，上月净买入 42.03 亿美元）

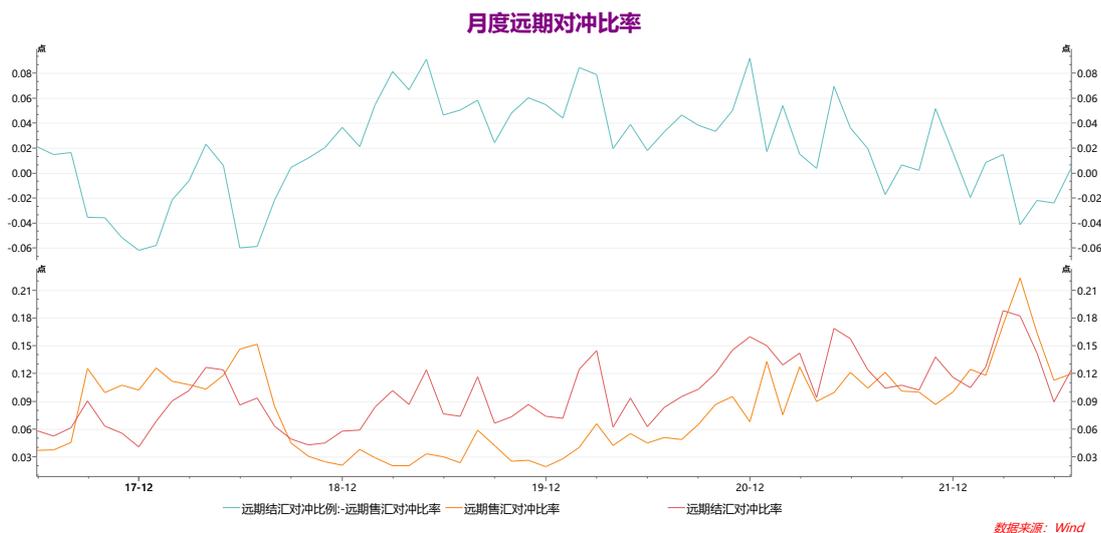
图 6：境内客户市场外汇供求状况



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

从远期对冲比率看，7 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 8.9%大幅回升到 12.4%，而售汇对冲比率也从 11.3%回升到 12%。显示市场对汇率大幅动荡的担心提升。结汇对冲比率提升较大，反映了市场对汇率升值的担心加大。而售汇对冲比率继续上升，显示对人民币贬值的担心依旧有增无减。市场分歧加大。当月，人民币兑美元的即期询价成交量报 8131.09 亿美元，高于 6 月的 7424.17 美元。

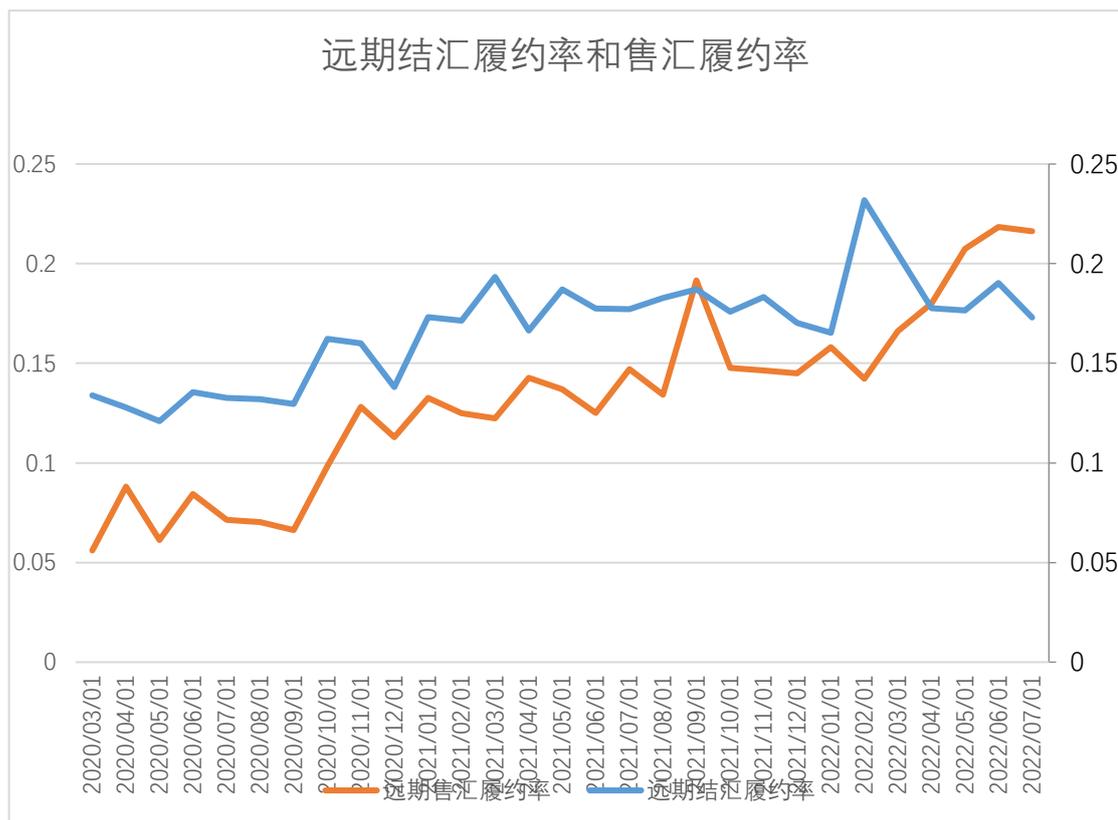
图 7：月度远期对冲比率



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 19.02% 回落到 17.3%，售汇履约率则从 21.83% 微幅回落到 21.63%，依旧处于历史高点。显示在 7 月人民币相对平稳的背景下，结汇履约率回落明显，而售汇履约率依旧高位。反映出前期人民币汇率大幅调整期间，市场主体对售汇对冲汇率风险力度较大。

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 159.78 亿美元，前值顺差 33.29 亿美元。其中，货物贸易顺差 306.92 亿美元，前值为顺差 253.77 亿美元；服务贸易逆差 54.49 亿美元，低于前值的逆差 59.58 亿美元；收益与经常转移项逆差 92.65 亿美元，低于前值逆差 160.91 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的逆差。

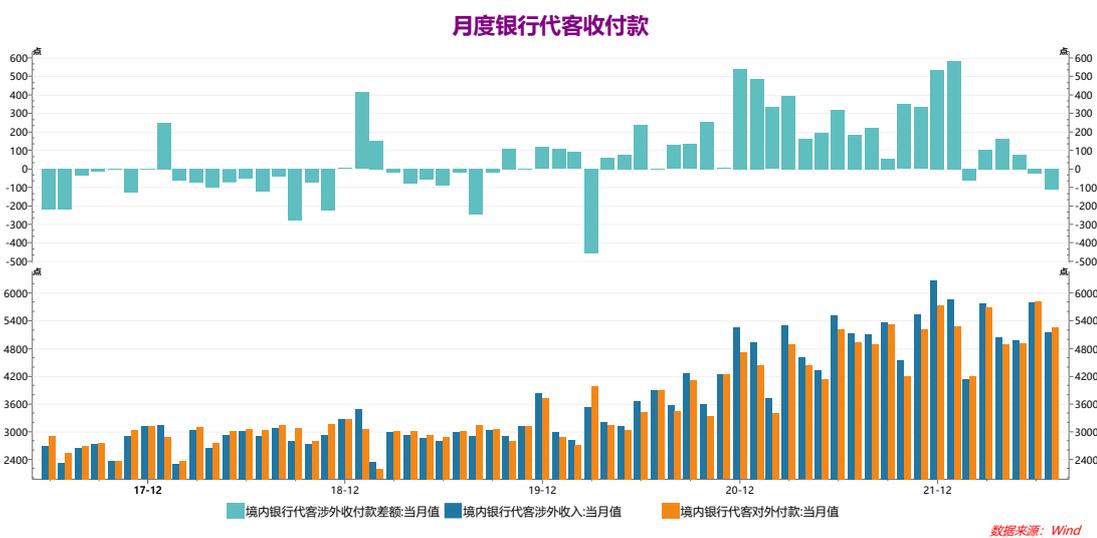
在金融与储备性质账户上，逆差 46.23 亿美元，前值顺差 42 亿美元，其中，直接投资出现 39.58 亿美元顺差，前值为顺差 0.53 亿美元，前值顺差 39.58 亿美元；证券投资逆差 6.26 亿美元，前值逆差 49.48 亿美元。

## 二. 银行代客收付款分析

7月银行代客收付款逆差111.19亿美元，前值逆差28.17亿美元。外管局发言人称，受分红派息等季节性因素影响，企业、个人等非银行部门涉外收支呈现小幅逆差，属于在平衡区间内的正常波动。

经常项目顺差，非储备金融项目逆差有所回升。

图9：月度银行代客收付款

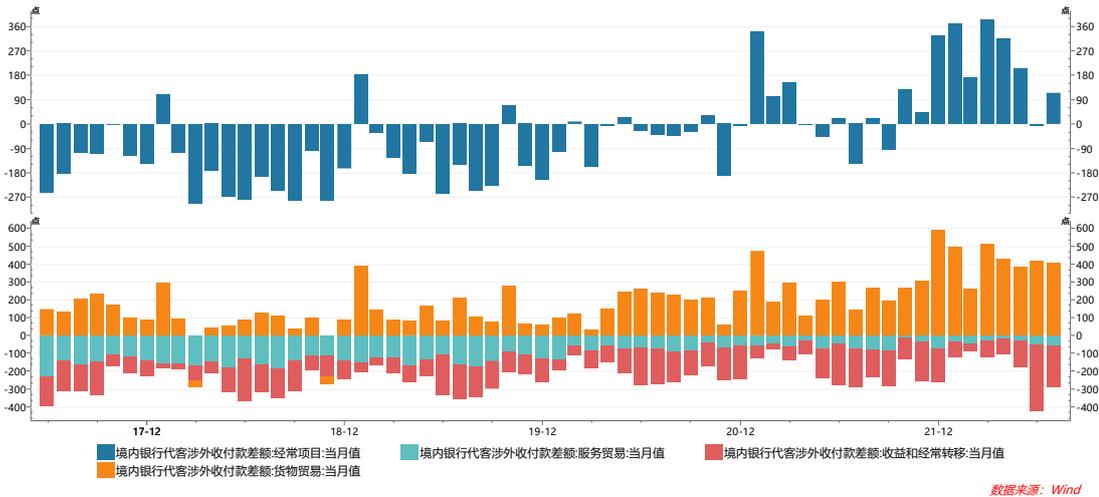


资料来源：研究所外汇管理局 WIND

其中，在经常项目下，顺差113.25亿美元，前值则逆差-8.05。从分项看，货物贸易顺差从417.89亿美元小幅回落到404.26亿美元。服务贸易逆差从51.17亿美元继续回升到逆差61.16亿美元，收益与经常转移项逆差较大，但环比缩小，报-229.85亿美元，前值为逆差-374.78亿美元。

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

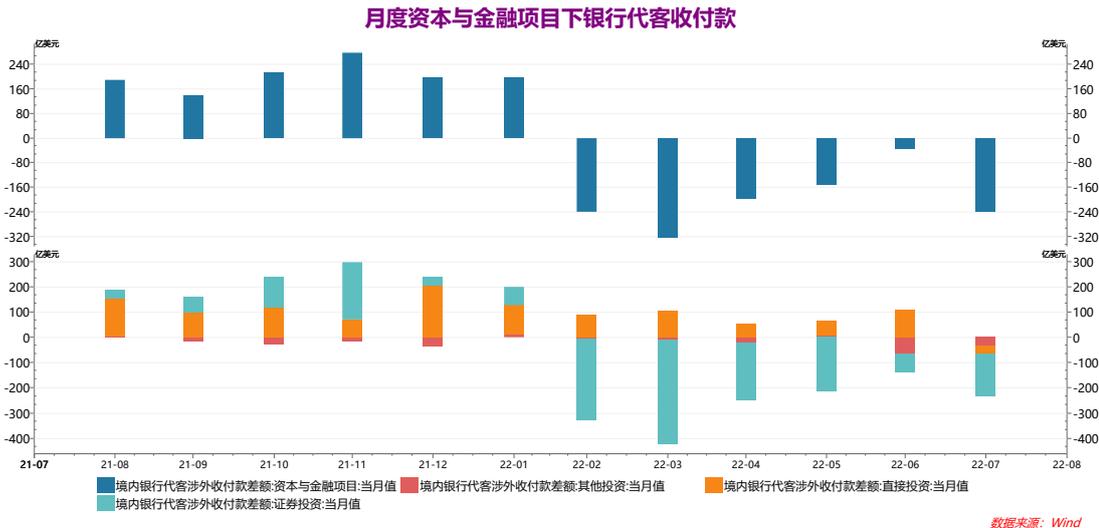


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

7 月份，海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 420.62 亿美元，环比减少 4 亿美元；海关总署公布的货物贸易顺差 1012.7 亿美元，环比增加了 33.29 亿美元；二者差值为-592.08 亿美元，6 月为-554.79 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 548.23 亿美元，低于前值的 353.08 亿美元，进口多付款 43.75 亿美元，大大低于前值的 201.71 亿美元。出口少收款增加反映了出口商货币贬值的预期，进口多付款减少反映了进口商对货币贬值预期的减弱。当然，导致其变动因素很多，不仅仅是对汇率的预期。

7 月，在资本与金融项目下，继续逆差，但逆差值从 34.31 亿美元大幅回升到 237.78 亿美元，其中，证券投资逆差 168.22 亿美元，前值为逆差 74.13 亿美元，逆差明显回升；直接投资逆差 34.42 亿美元，前值 107.47 亿美元，稍有回升，其他投资逆差 35.17 亿美元，前值为逆差 67.77 亿美元。

图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款

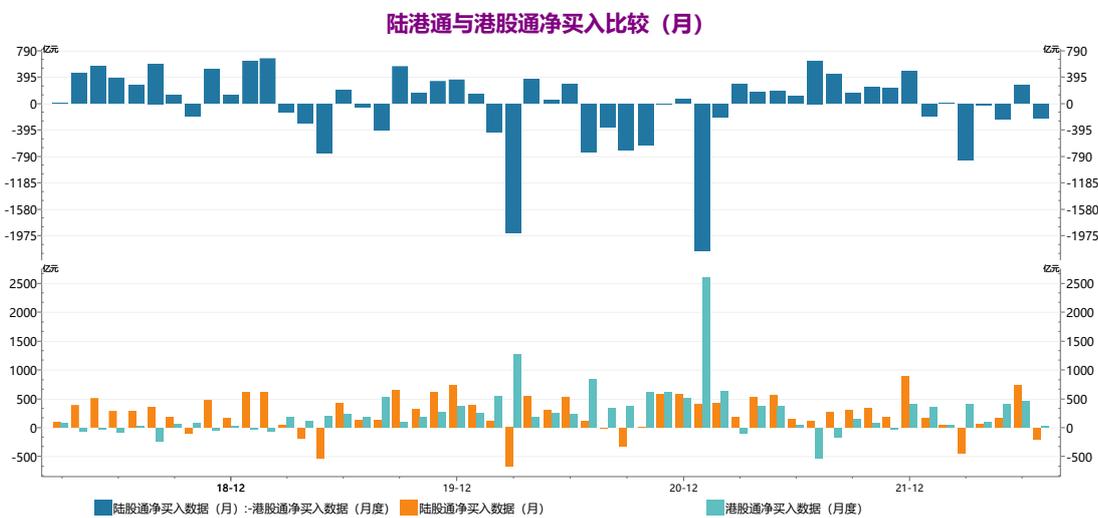


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

高频数据显示, 7月, 陆股通净流出明显, 达到-210.69亿元, 港股通资金也有小幅净流入, 导致陆港通净流入报-228.36亿元, 前值为+ 272.93亿元。

图 12: 陆港通与港股通净买入比较 (月)

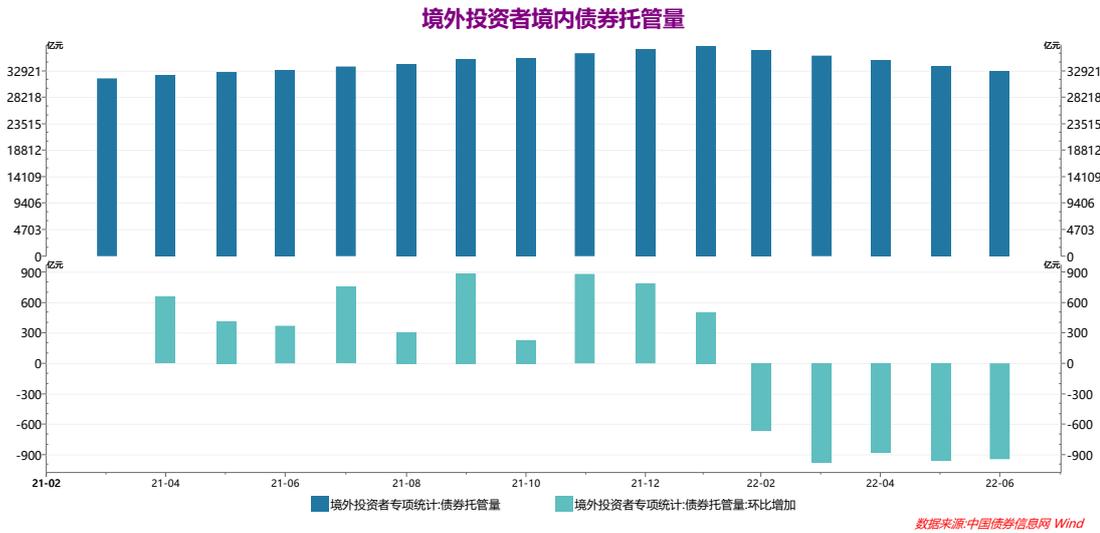


数据来源: Wind

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 32890.27 亿元, 前值报 33840.69 亿元, 减少了 950.42 亿元。7月数据尚没有公布。

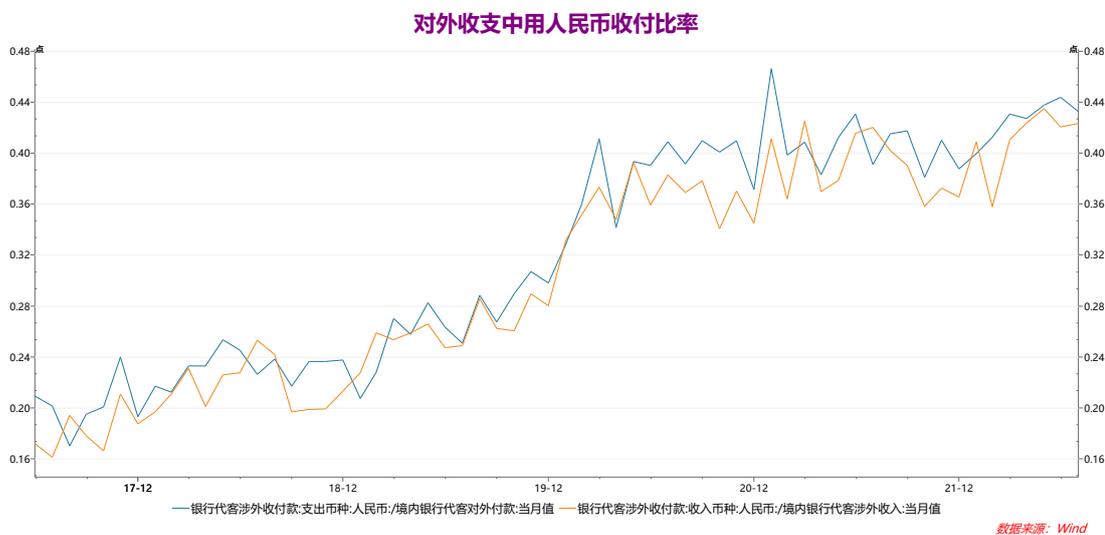
图 13: 境外投资者境内债券托管量



资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

在银行代客收付款方面，7 月，用人民币进行代客收款的比重从 42.05% 回升到 42.34%，而用人民币进行代客付款的则从 44.38% 回落到 43.26%。人民币在对外付款比重的回落和收款比率的回升也在一定程度上显示了市场对汇率波动预期有所减缓。

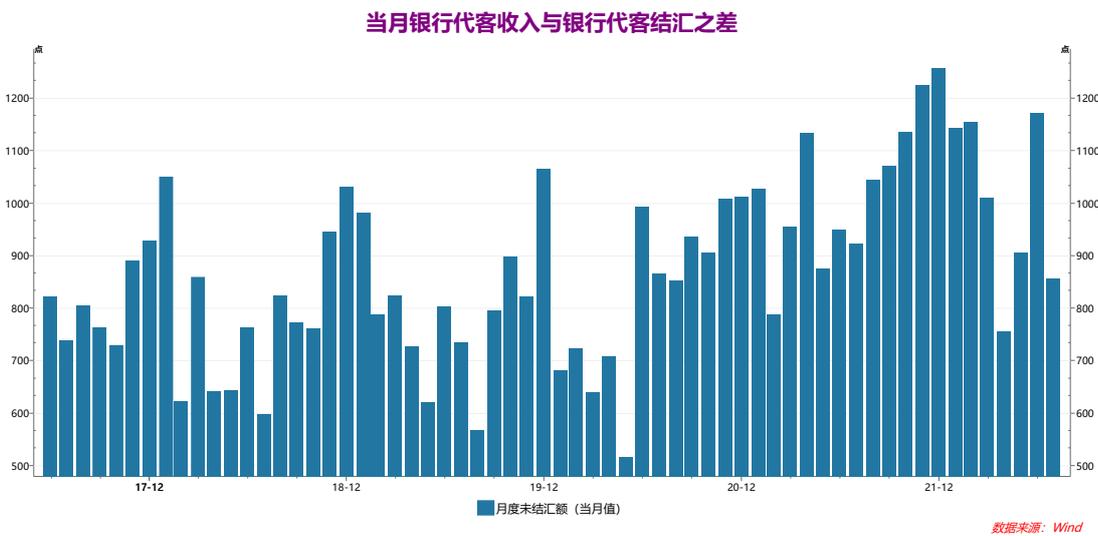
图 14: 对外收支中用人民币收付比率



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 月和 6 月回升，7 月则回落，报 856.46 亿美元，前值报 1172.2 亿美元。显示外汇收入企业待价而沽的心态有所减弱。

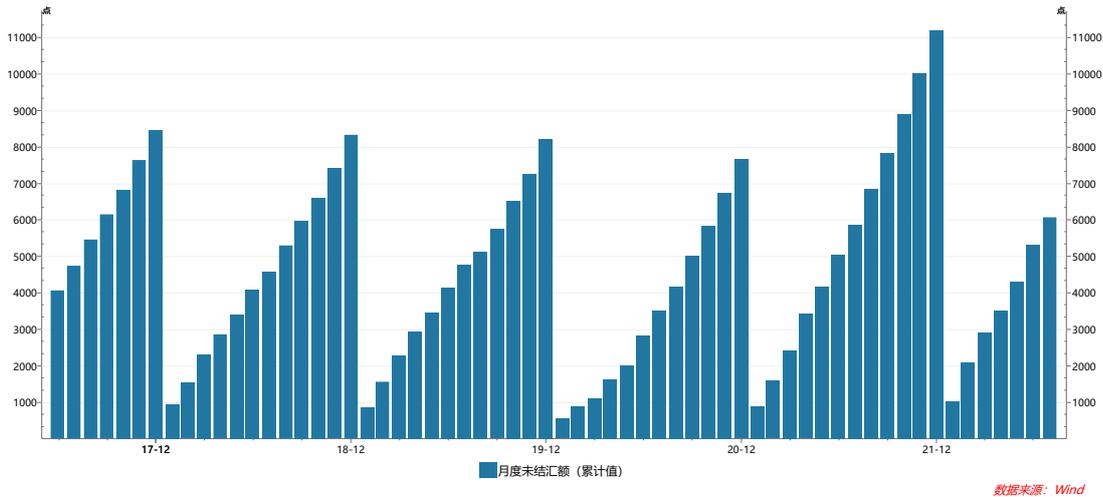
图 15：当月银行代客收入与银行代客结汇之差



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 7 月该累计数差额达到 6078.79 亿美元，去年同期为 5874.68 亿美元，增幅放慢。

图 16：当月银行代客收入与银行代客结汇之差（累计数）

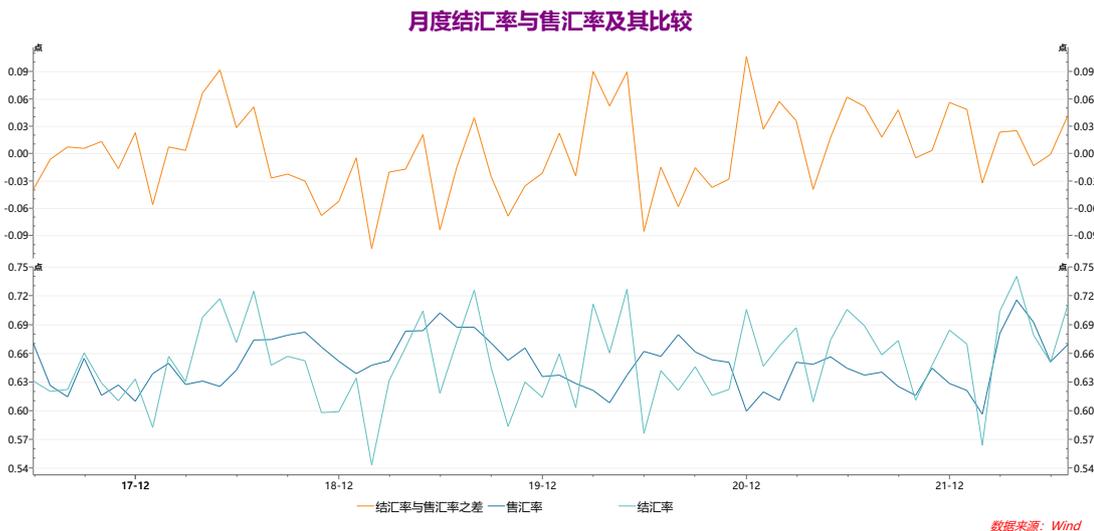
当月银行代客收入与银行代客结汇之差 (累计数)



### 三. 结汇率与售汇率分析

从 7 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率和售汇率均有止跌回升，结汇率从 65% 回落到 71%，售汇率也从 65.1% 回升到 66.9%，结汇率回落更加明显，结汇率和售汇率之差报 4%，前值为 -0.06%，差值转正。

图 17: 月度结汇率与售汇率及其比较



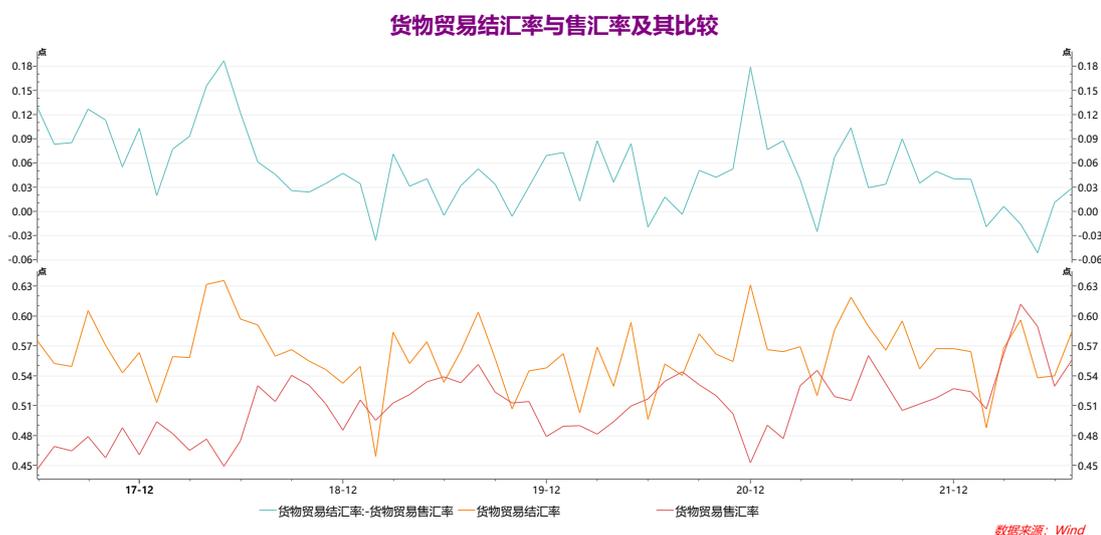
资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

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

58.81%，实际售汇率为 52.45%，实际结售汇率之差报 6.36%，前值为 1.78%。改善明显。

从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看，分别报 58.4%和 55.56%，双双回升，前值分别为 54%和 52.89%，但结汇率回升更大，两者差值从 1%转为 +3%。

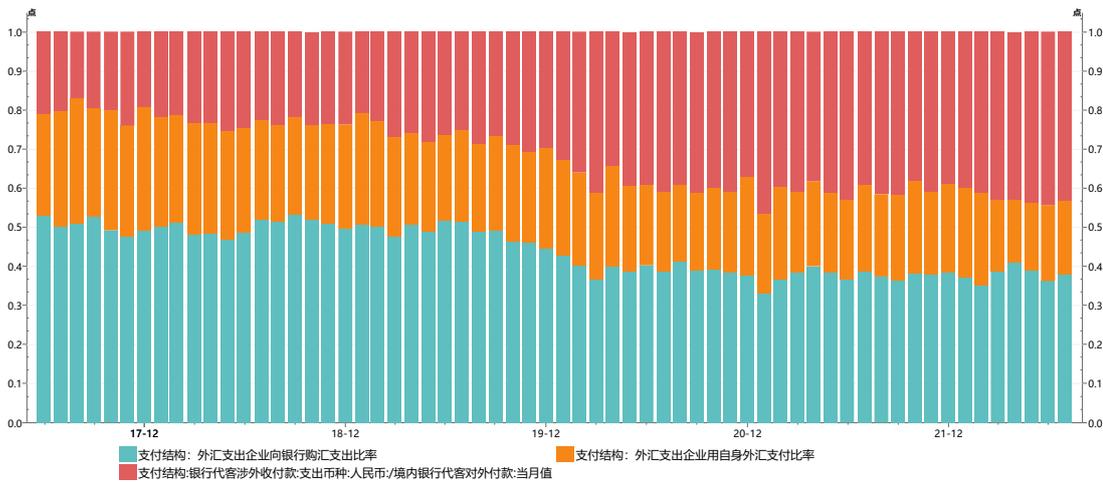
图 18：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



从进口支付的结构看，用人民币支付占到 44%，与前值持平。企业向银行购汇支付报 38%，高于前值的 36%；进口企业用自身持有外汇支付占比为 19%，与前值持平。数据显示，7 月外汇存款余额报 9537 亿美元，高于前值的 9866 亿美元。7 月新增外币贷款-311 亿美元，前值为-173 亿美元。

图 19：进口对外支付结构图

进口对外支付结构图



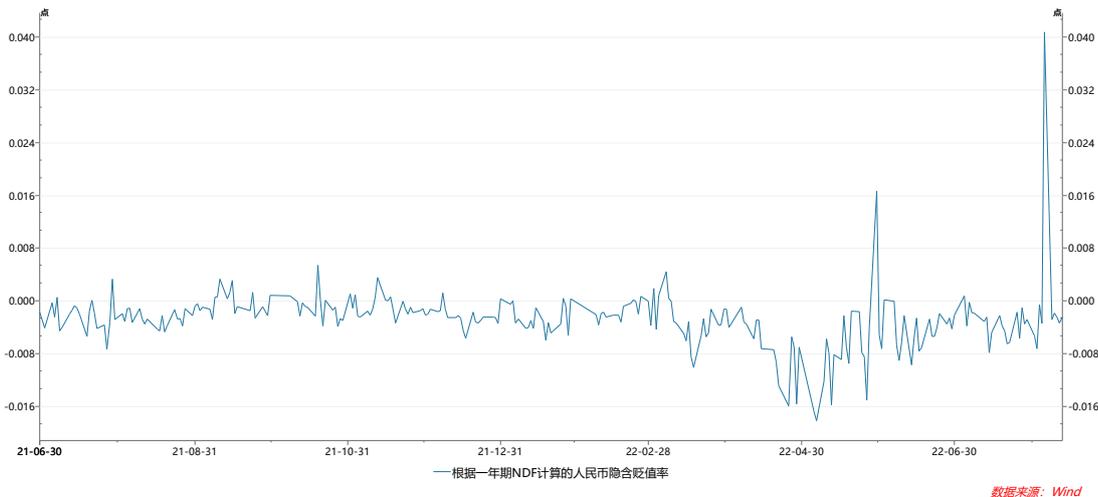
资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

综上分析，7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）结售汇顺差增加，结汇率和售汇率差值进一步改善，显示7月外汇市场供求关系有所改善。银行代客收付款均出现小幅逆差，外管局发言人称，受分红派息等季节性因素影响，企业、个人等非银行部门涉外收支呈现小幅逆差，属于在平衡区间内的正常波动。但是，值得关注的是直接投资项的涉外收支也出现了逆差。从一系列指标看，市场对汇率预期的分歧在加大。

从一年期NDF计算的人民币汇率隐含贬值率的变动看，近期贬值率明显收敛。甚至个别交易日，如8月5日居然达到+0.4%。反映了市场不跌必涨的心态。

图 20：根据 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率

根据NDF计算人民币汇率隐含贬值率



数据来源: Wind

笔者认为,在目前的情况下,一方面必须认识到人民币汇率的基础已经今非昔比,比过去两年更加牢固。除了贸易上继续保持韧性而拥有前所未有的巨额贸易顺差外,人民币的资产吸引力和国际化程度确实得到了比较大的提升。央行有意通过加快建设离岸人民币中心、发行离岸票据、开放国内证券市场、加强和各国央行的货币互换等合作、提升人民币结算比率等举措加强人民币资产的吸引力。央行的《2021年人民币国际化报告》显示,2021年6月,人民币在国际支付货币占比中排名第五,在国际储备货币中占比为2.5%。

我们注意到央行在近期召开的下半年工作会议上,用了比较长的篇幅谈到了人民币的国际化问题:加强本外币政策协同。夯实贸易投资人民币结算的市场基础。支持境外主体发行“熊猫债”,稳步推动“互换通”启动工作,提高人民币金融资产的流动性。支持离岸人民币市场健康有序发展。

同时,另一方面也必须认识到,中美关系的不稳定将长期存在,对汇率的利空影响有可能类似于2019年,有一个量变到质变的过程,突发事件依旧有可能引发汇率在短期内的大幅波动,值得警惕和关注。这也给央行对汇率的管理带来了新考验,特别是当央行退出逆周期因子对汇率的管理后。因此,值得进一步关注。

央行一直强调，汇率难以预测和不可预测，一再呼吁“汇率中性”的情况下，因此，建议进出口企业利用外汇衍生品市场进行必要的风险管理。

（研究所，20220815）

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