

专题报告

2022年9月15日星期四

数据之好与汇率之弱形成鲜明的反差

——8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:

8月人民币汇率回落明显，但是，无论是结售汇数据，还是银行代客收付款差额 还是反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇数据均显示较好，结汇率和售汇率差值稳定，显示 8月外汇市场供求关系改善明显。这和汇率在 8月和 9月的走势形成了明显的反差。

之所以形成这一反差，是因为汇率走势取决于预期。我们注意到近期一系列经济数据均时有反复，从数据看，疫情对资本和金融账户的影响明显。而结售汇数据的改善可能也和出口收入企业逢高结汇有关，我们注意到累计未结汇数据尽管在一季度较大，但目前已经回落到去年同期水平。而 8月出口少收款的大幅减少也对当月的对外收付款和结售汇数据产生了一定的积极影响。

另外，汇率还涉及到非经济因素，美国在台湾等问题上一再挑战中国的底线也将是汇率的不稳定因素。

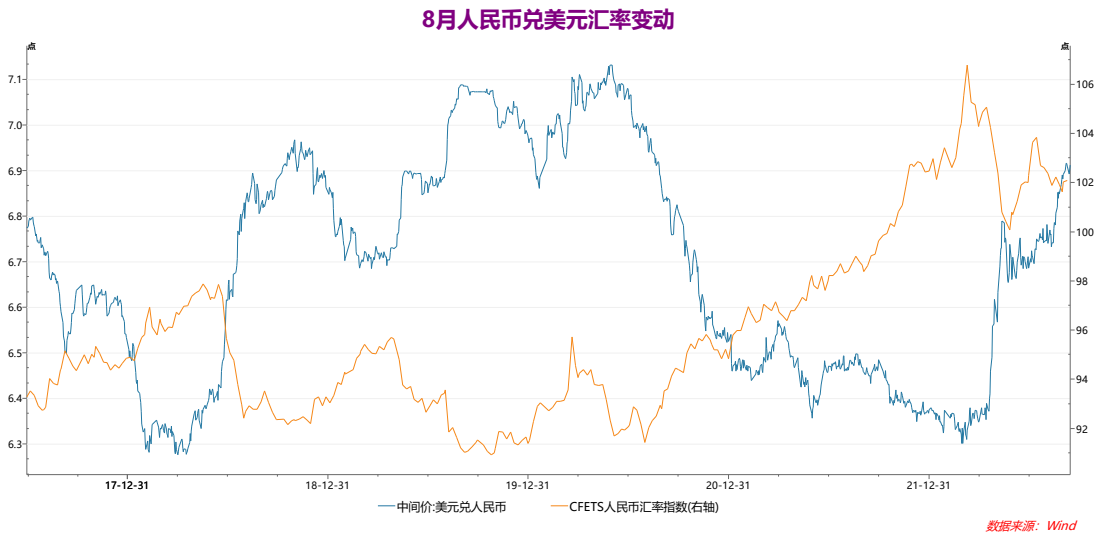
正文

今天晚些时候，国家外汇管理局公布 8 月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据大出意料之外。在 8 月人民币兑美元汇率出现明显回落的情况下，银行结售汇顺差和银行代客收付款均出现顺差环比增加，结汇率和售汇率维持上月水平，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，外汇供求关系改善明显，但市场预期依旧相对谨慎。这一较好的数据和人民币近期的走势出现了鲜明的反差。

一. 银行结售汇数据分析

如下图所示，人民币兑美元汇率在 8 月出现了明显的下降，全月中间价格从 6.7437 回落到 6.8906。人民币指数从 102.62 回落到 101.62。

图 1：8 月人民币兑美元汇率变动



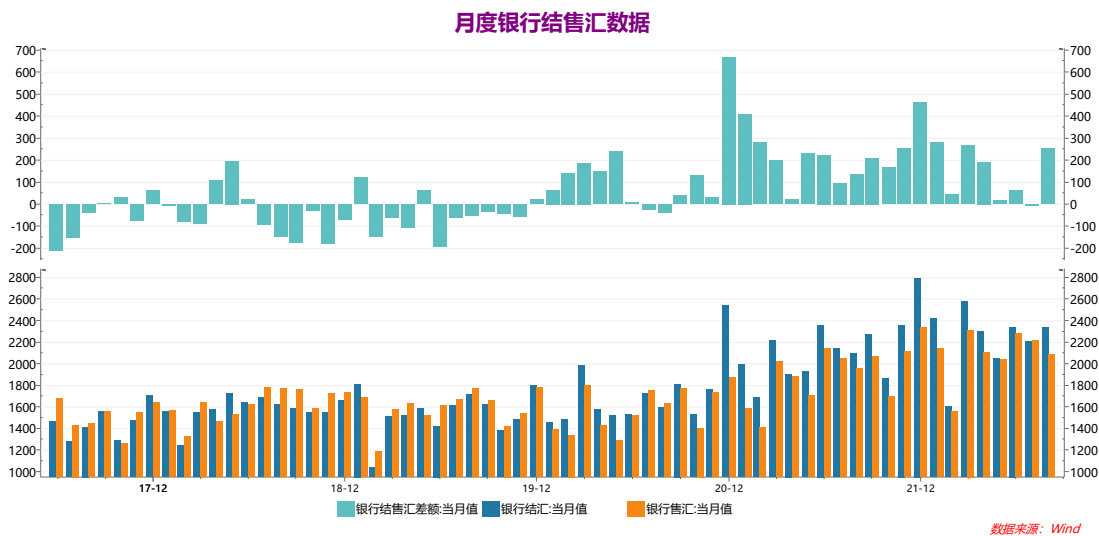
数据来源: Wind

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，但是 8 月出现大幅顺差，8 月顺差额达到 250.43 亿美元，年内仅次于 1 月和 3 月。前值为逆差报 8.98 亿美元。

银行结售汇顺差主要是因为银行代客结售汇 8 月出现较大顺差所致。

图 2：月度银行结售汇数据

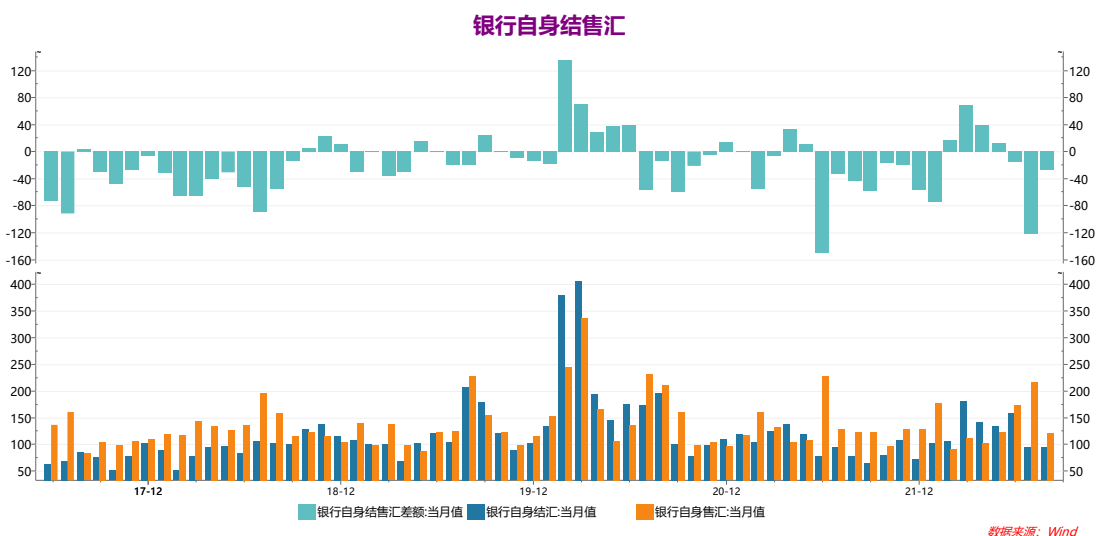


数据来源: Wind

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

银行自身的结售汇依旧逆差，报-27.64 亿美元，较前值逆差 122.52 亿美元萎缩。银行自身结售汇逆差估计依旧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

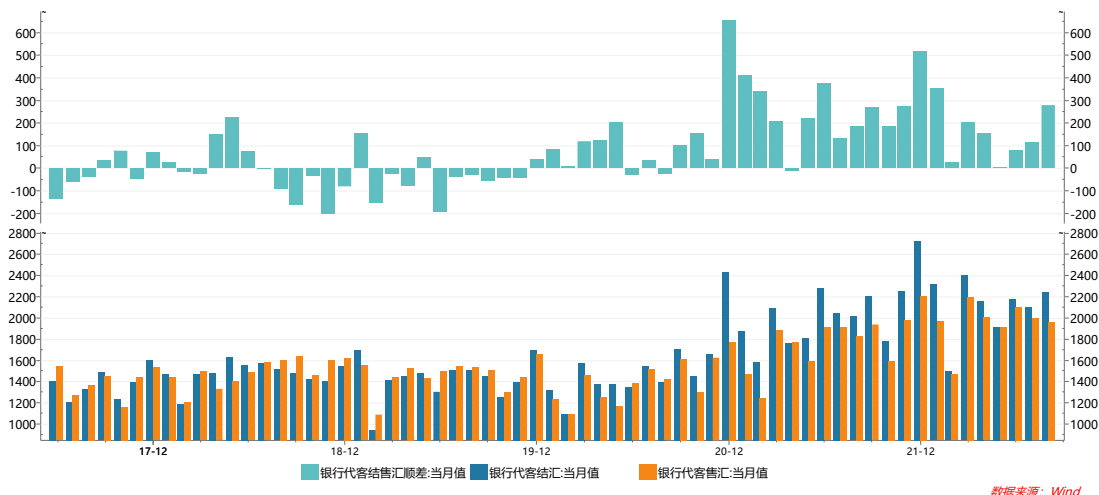


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从银行代客的结售汇情况看，8月顺差报 278.07 亿美元，前值顺差 113.55 亿美元。结汇环比回升，而售汇环比回落。

图 4： 月度银行代客结售汇数据

月度银行代客结售汇数据

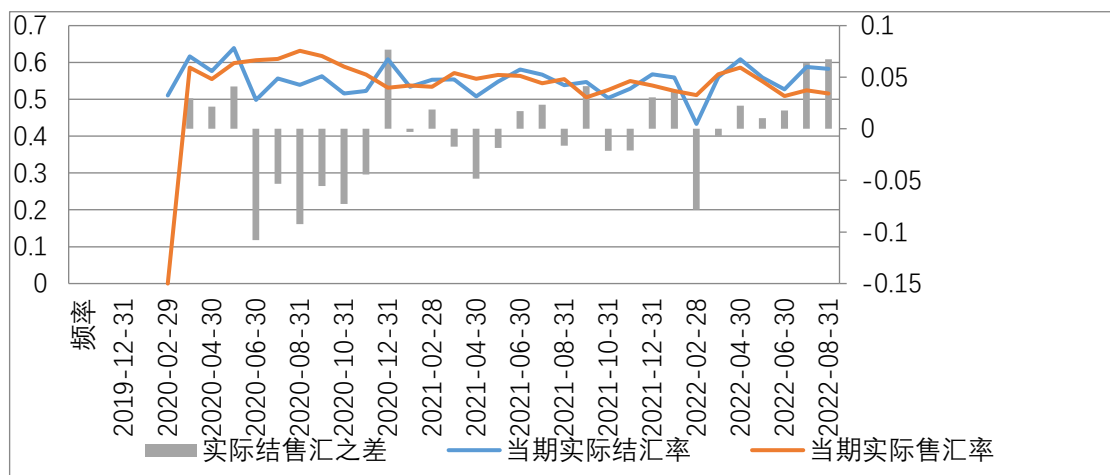


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 外汇管理局 WIND

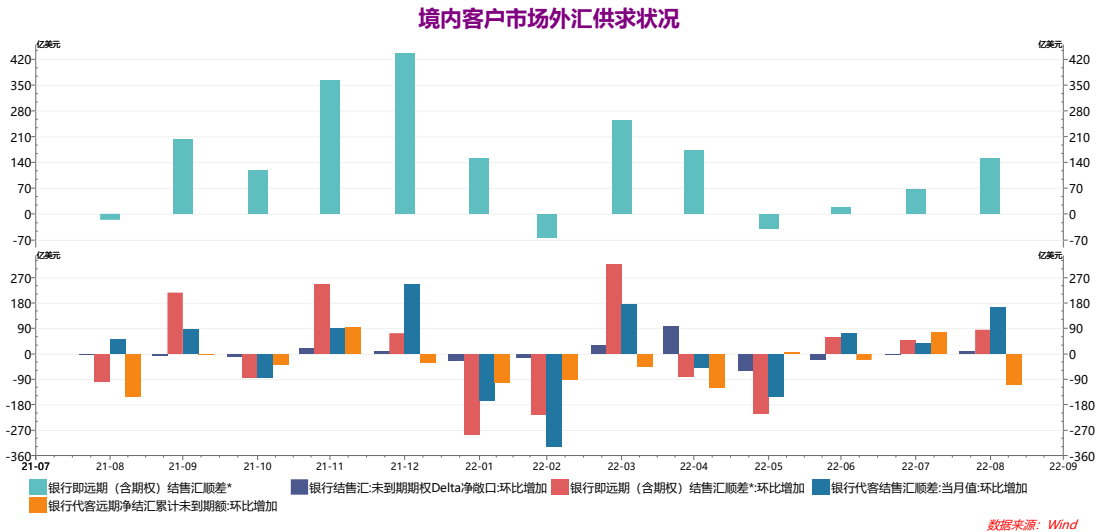
由于当月银行代客结售汇数据包括了前期与客户签订的远期合约在当期的履约数据,为真实反映当期的客户向银行的结售汇情况,必须把远期合约的履约数据去掉。通过计算,远期代客结汇合约的当月履约额为 404.64 亿美元,而远期代客售汇的当月履约额为 449.1 亿美元,扣除掉远期合约在 8 月的履约额,8 月银行实际代客完成的结汇数据为 1836.06 亿美元,银行当月实际代客完成的售汇数据为 1513.54 亿美元,其差额为顺差 322.52 亿美元,前值为顺差 180.2 亿美元。按此计算的实际结汇率为 58.29%,实际售汇率为 51.55%,实际结售汇率之差报%,前值为 6.36%。继续改善。

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



8 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 150.58 亿美元，前值为顺差 65.45 亿美元。增加了 85.13 亿美元。其中，银行即期结售汇顺差 278.07 亿美元，环比增加 164.52 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比减少了 108.54 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比增加 8.69 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易减少外汇供应 99.85 亿美元（上月增加外汇供应 74.43 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买入 99.85 亿美元外汇，上月净卖出 74.43 亿美元）

图 6：境内客户市场外汇供求状况

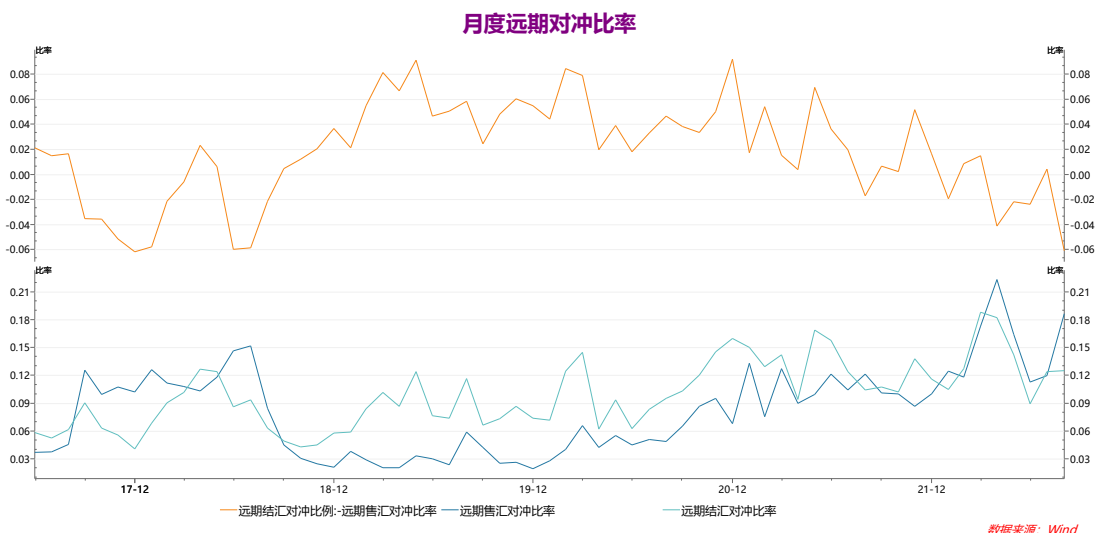


数据来源: Wind

资料来源: 研究所外汇管理局 WIND

从远期对冲比率看, 8 月远期售汇对冲比例和远期结汇对冲比率均出现回升, 结汇对冲比率从 12.4% 小幅回升到 12.5%, 而售汇对冲比率从 123% 回升到 18.7%。显示市场对人民币兑美元汇率回落担心提升。当月, 人民币兑美元的即期询价成交量报 9231.15 亿美元, 明显高于 7 月的 8131.09 美元。

图 7: 月度远期对冲比率



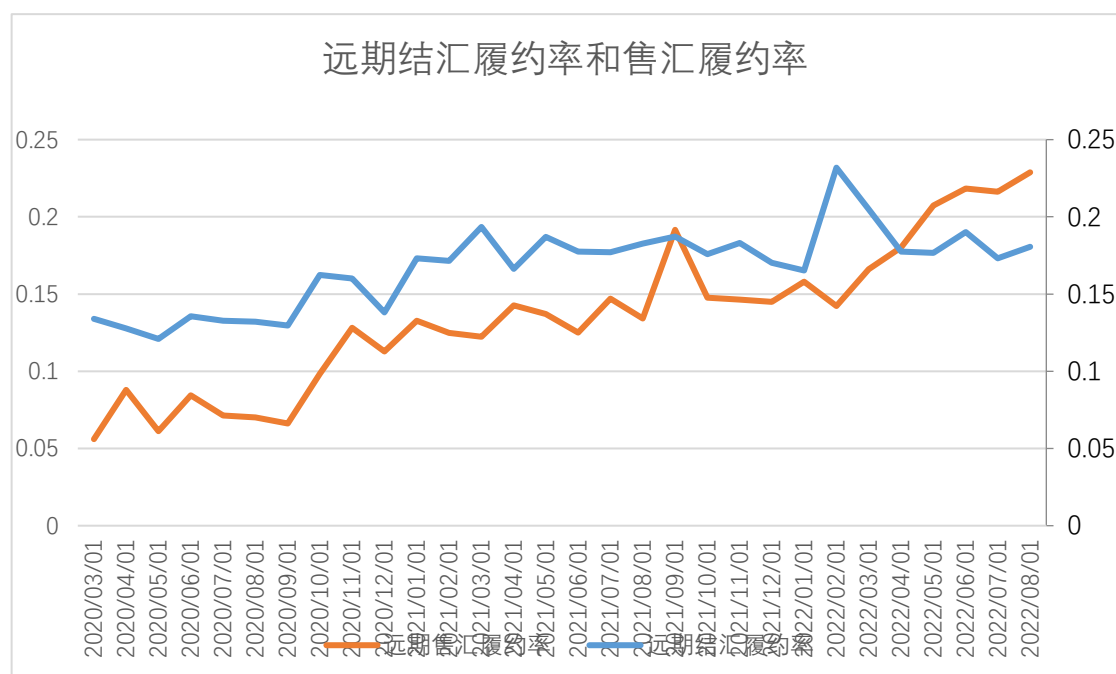
数据来源: Wind

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 17.3% 回升到 18%，售汇履约率则从 22.88% 微幅回落到 21.63%，依旧处于历史高点。显示在 8 月人民币明显回落的背景下，结汇履约率回升，而售汇履约率依旧高位。反映出前期人民币汇率大幅回落后出现盘整期间，市场的不确定情绪和售汇对冲汇率风险力度保持较强水平。

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 260.18 亿美元，前值顺差 159.78 亿美元。其中，货物贸易顺差 382.06 亿美元，前值为顺差 306.92 亿美元；服务贸易逆差 55.98 亿美元，低于前值的逆差 54.49 亿美元；收益与经常转移项逆差 65.89 亿美元，低于前值逆差 92.65 亿美元。贸易收支项目的顺差大增。

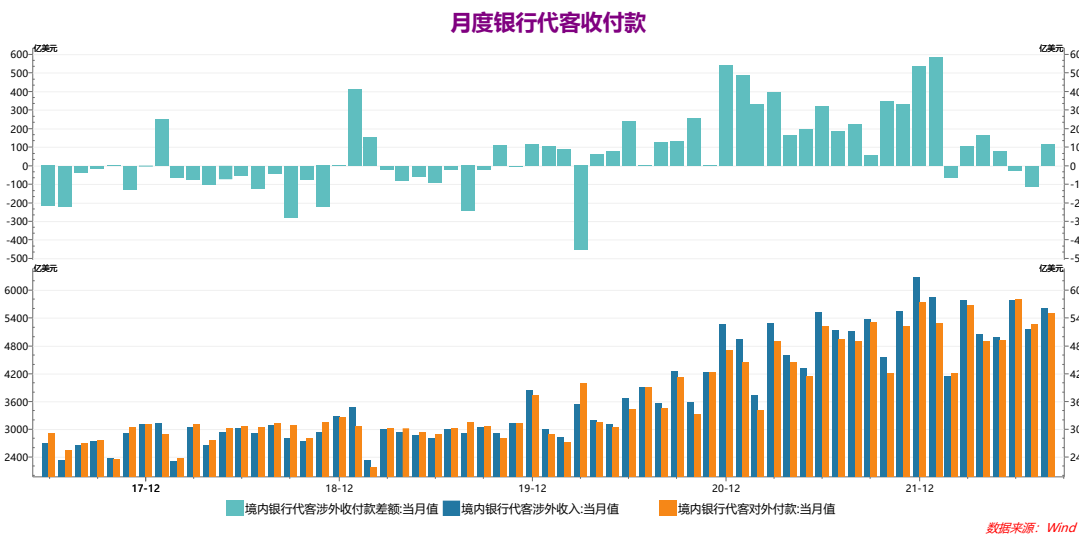
在金融与储备性质账户上，顺差 17.89 亿美元，前值逆差 46.23 亿美元，其中，直接投资出现 18.97 亿美元顺差，前值为逆差 0.53 亿美元，前值顺差 39.58 亿美元；证券投资顺差 17.21 亿美元，前值逆差 6.26 亿美元。

二. 银行代客收付款分析

8 月银行代客收付款顺差 112.75 亿美元，前值逆差 111.19 亿美元。

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

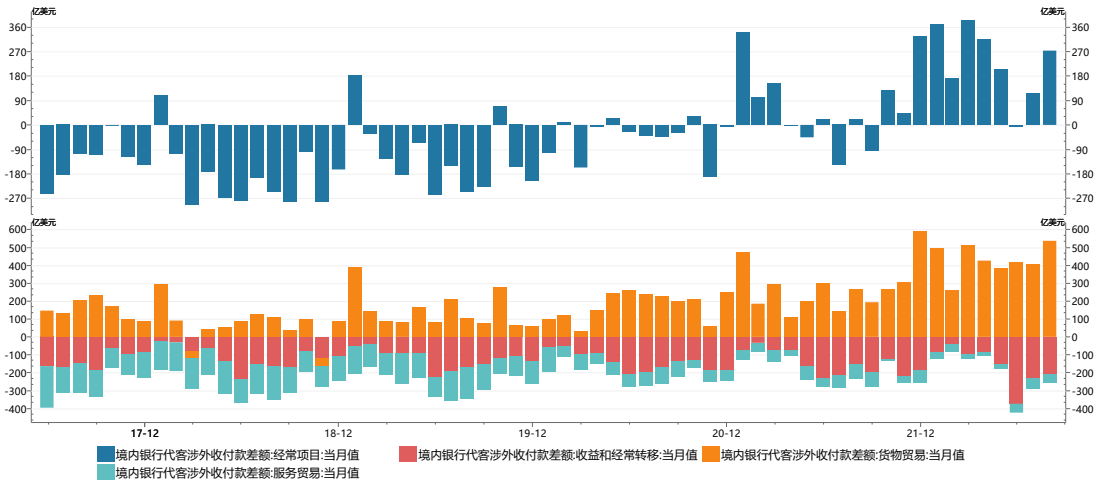


资料来源：研究所外汇管理局 WIND

其中，在经常项目下，顺差 273.36 亿美元，前值顺差 113.25 亿美元。从分项看，货物贸易顺差从 404.26 亿美元大幅回升到 534.85 亿美元。服务贸易逆差从 61.16 亿美元继续回落到逆差 49.94 亿美元，收益与经常转移项逆差依旧较大，但环比缩小，报-211.56 亿美元，前值为逆差 229.85 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

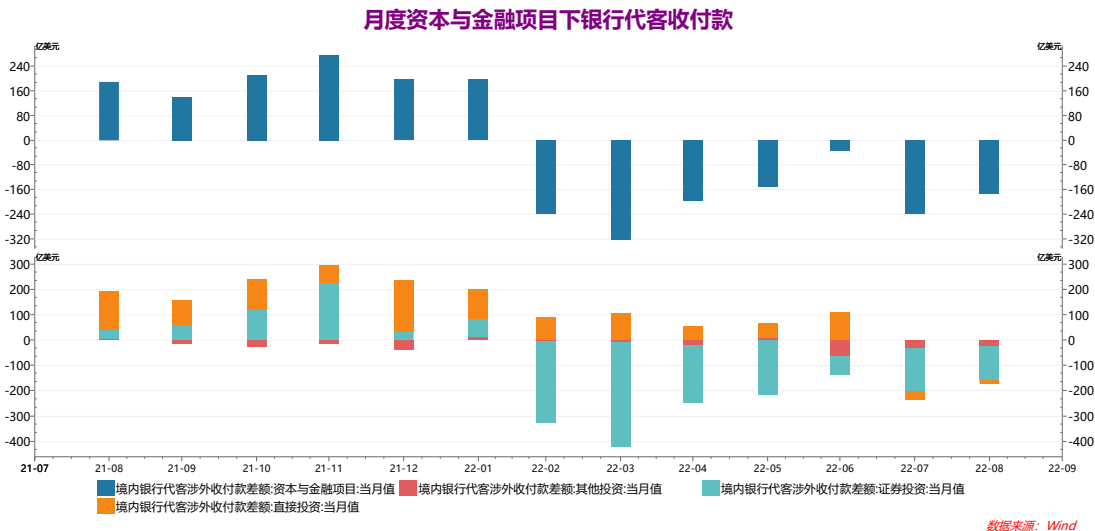


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

8月份，海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 552.07 亿美元，环比增加 131.46 亿美元；海关总署公布的货物贸易顺差 793.9 亿美元，环比减少了 218.77 亿美元；二者差值为-241.83 亿美元，7月为-592.05 亿美元，缺口负向缩小。显示存在出口少收款和进口多付款的情况有所缓和。其中，出口少收款 163.89 亿美元，低于前值的 548.23 亿美元，进口多付款 77.94 亿美元，高于前值的 43.75 亿美元。一般而言，出口少收款减少反映了出口商兑本币贬值预期的减弱，进口多付款提升反映了进口商对货币贬值预期的回升。当然，导致其变动因素很多，不仅仅是对汇率的预期。单8月的出口少收款的减少可能对当月的银行代客收付款和结售汇也产生了一定的影响。

8月，在资本与金融项目下，继续逆差，但逆差值从 237.78 亿美元大幅回落到 176.31 亿美元，其中，证券投资逆差 132.48 亿美元，前值为逆差 168.22 亿美元，逆差回落；直接投资逆差 15.84 亿美元，前值逆差 34.42 亿美元，稍有回落，其他投资逆差 27.76 亿美元，前值为逆差 35.17 亿美元。

图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款

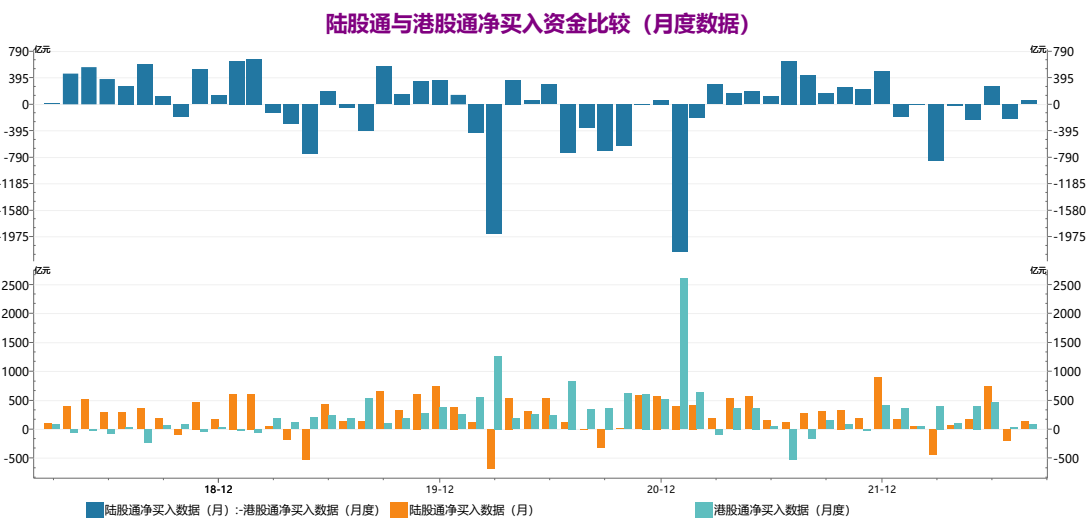


数据来源：Wind

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

8 月，陆股通和港股通均表现为净流入，但陆股通资金表现稍大，表现为陆股通下净流入为 54.68 亿元。前值为净流出，达到-228.36 亿元。

图 12：陆股通与港股通净买入比较（月）



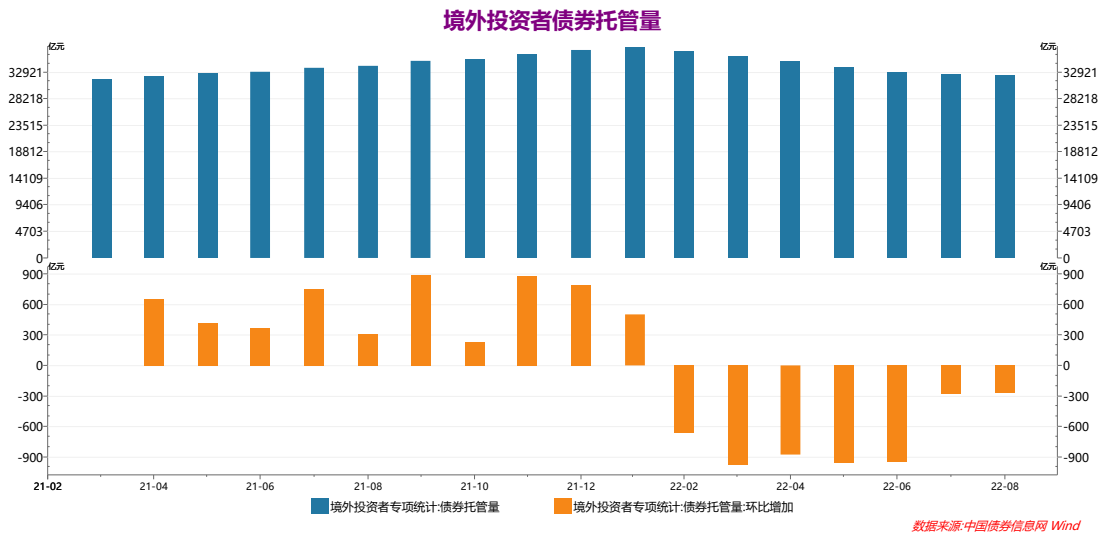
数据来源：Wind

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

在债券投资方面，8 月数据待公布。数据显示，8 月又减少到 32331.57 亿元，

前值报 32609.17 亿元，减少了 277.6 亿元。

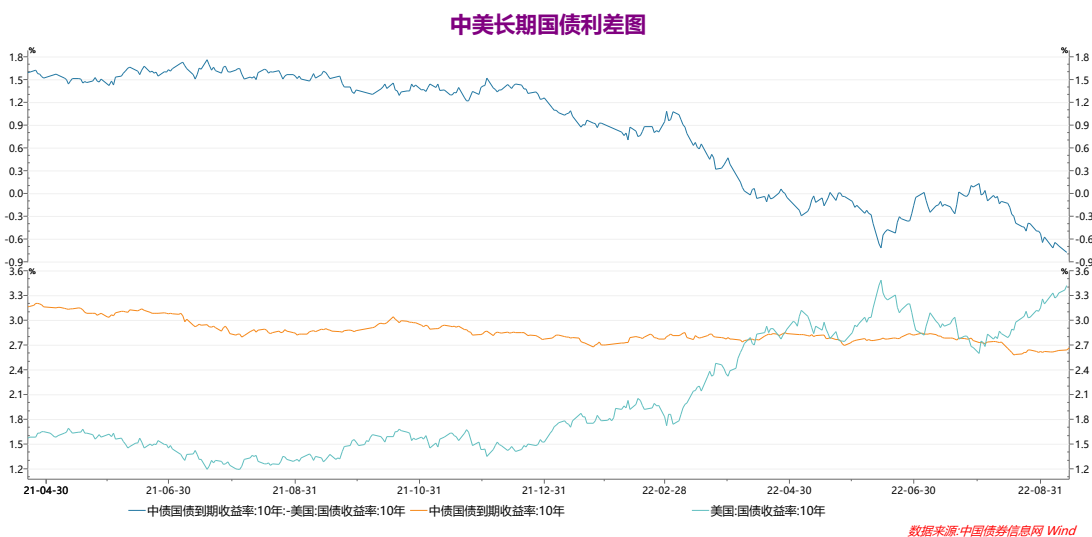
图 13：境外投资者境内债券托管量



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

中美长期国债利差依旧倒挂，差值在 8 月左右明显扩大。

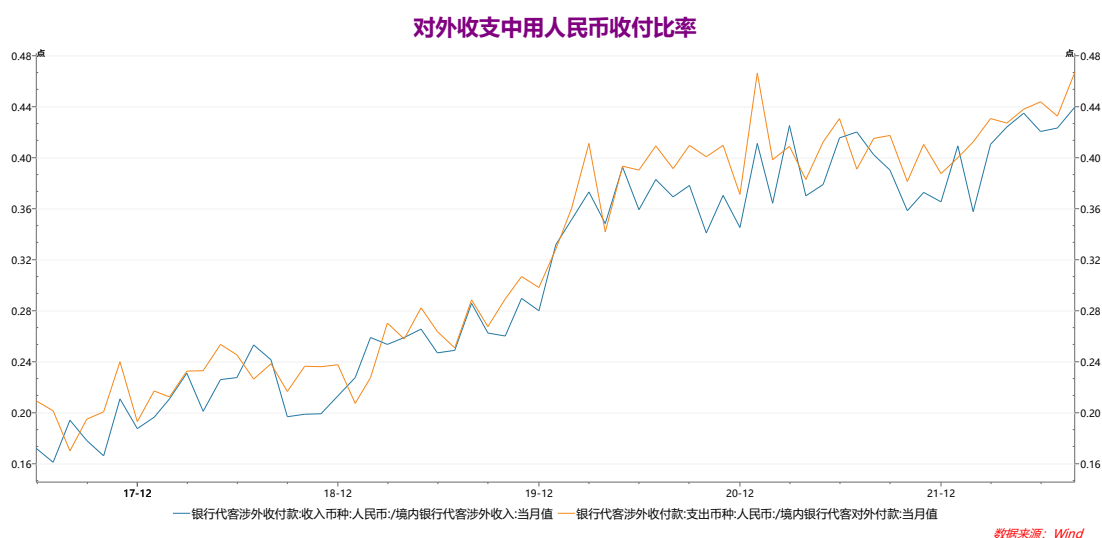
图 14：中美长期国债利差图



在银行代客收付款方面，8 月，用人民币进行代客收款的比重从 42.23% 回升到 43.95%，而用人民币进行代客付款的则从 43.26% 大幅回升到 46.69%。人民币在对

外付款比重和收款比率的回升虽然在一定程度上显示了人民币的吸引力，也反映了市场对汇率波动预期的增加。

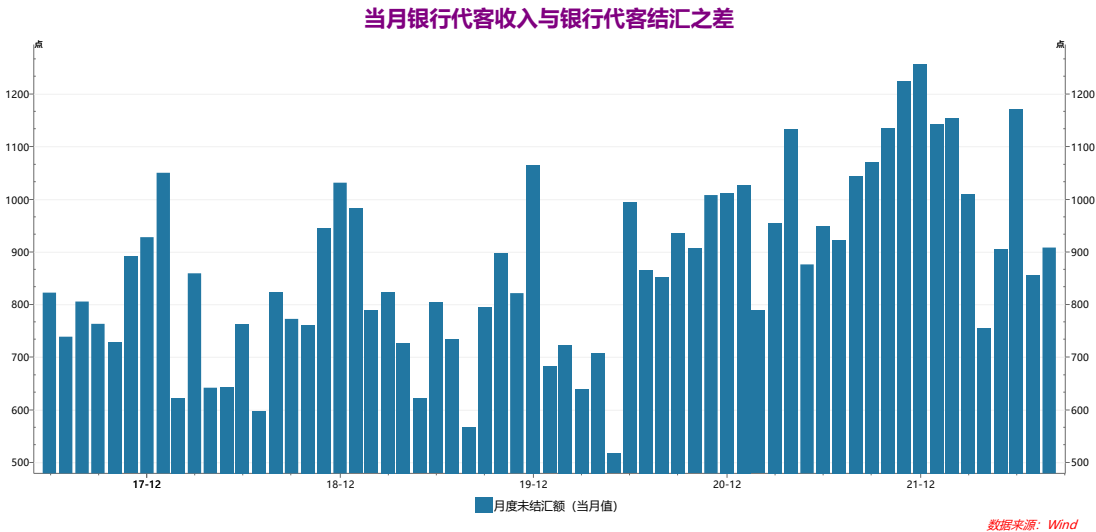
图 15：对外收支中用人民币收付比率



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

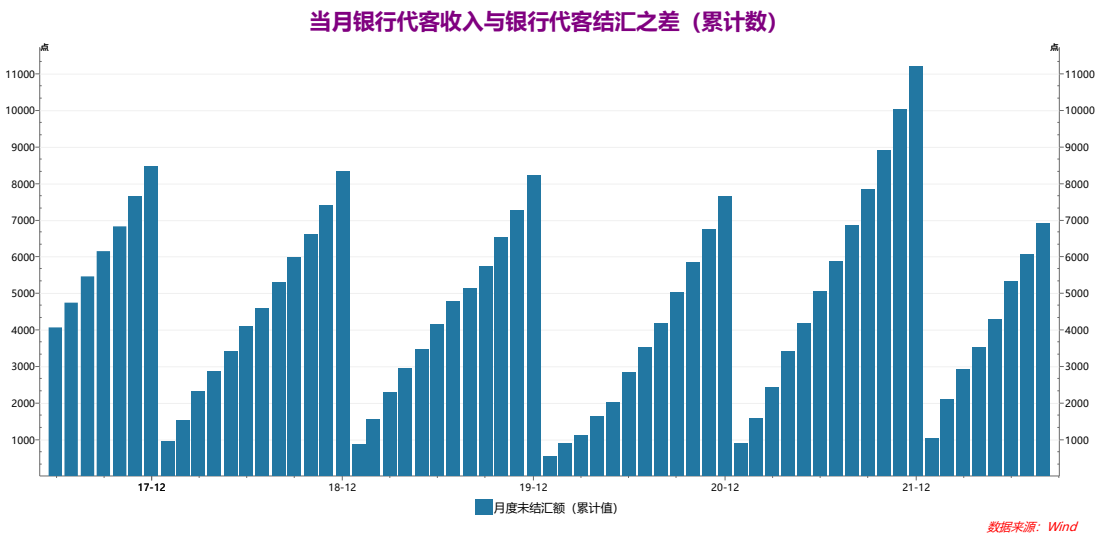
当月银行代客收入和银行代客结售汇差额可以反映银行客户的未结汇额，这一数据已经连续 2 月大幅回落后，5 月和 6 月回升，7 月回落，8 月再回升，报 908.78 亿美元，前值报 856.46 亿美元。显示外汇收入企业待价而沽的心态有所增强。

图 16：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 8 月该累计数差额达到 6893.61 亿美元，去年同期为 6840.43 亿美元，增幅放慢，基本已经相当于去年的水平。

图 17: 当月银行代客收入与银行代客结汇之差 (累计数)

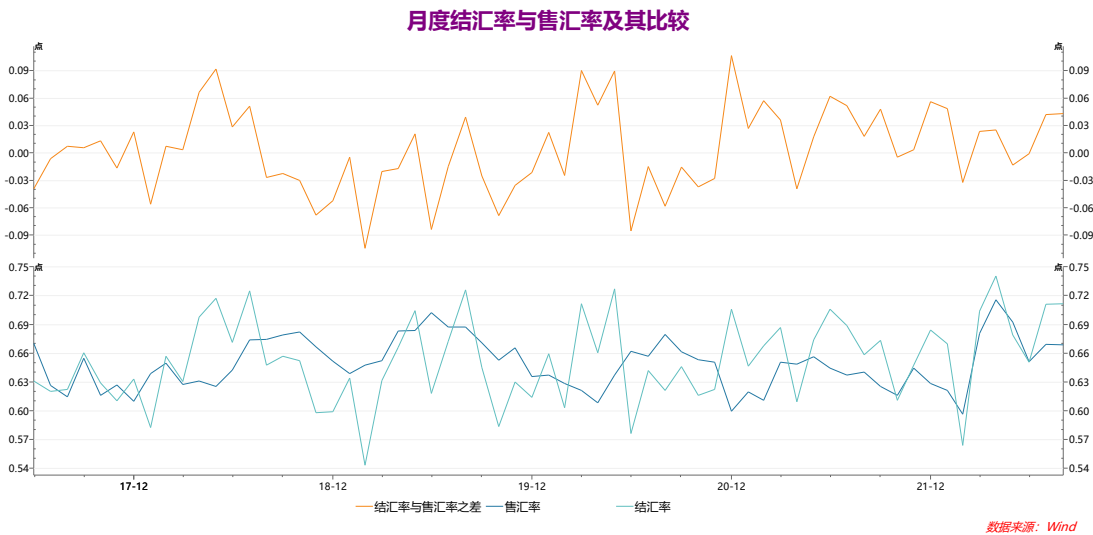


三. 结汇率与售汇率分析

从 8 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率和售汇率基本与上月持平，变动

均不大，结汇率从 66.93% 回落到 66.85%，售汇率也从 71.12% 回升到 71.15%，结汇率回落更加明显，结汇率和售汇率之差报 0.043%，前值为 0.042%。

图 18：月度结汇率与售汇率及其比较

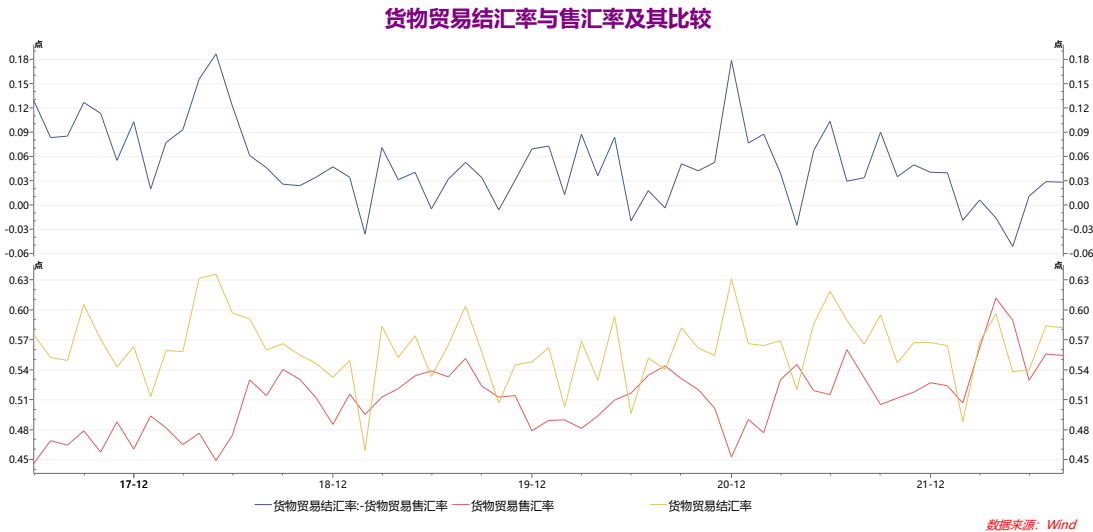


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

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 58.29%，实际售汇率为 51.55%，实际结售汇率之差报%，前值为 6.36%。继续改善。

从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看，分别报%58.2 和%55.43，双双回落，前值分别为 58.4%和 55.56%，两者差值从维持+3%的水平。

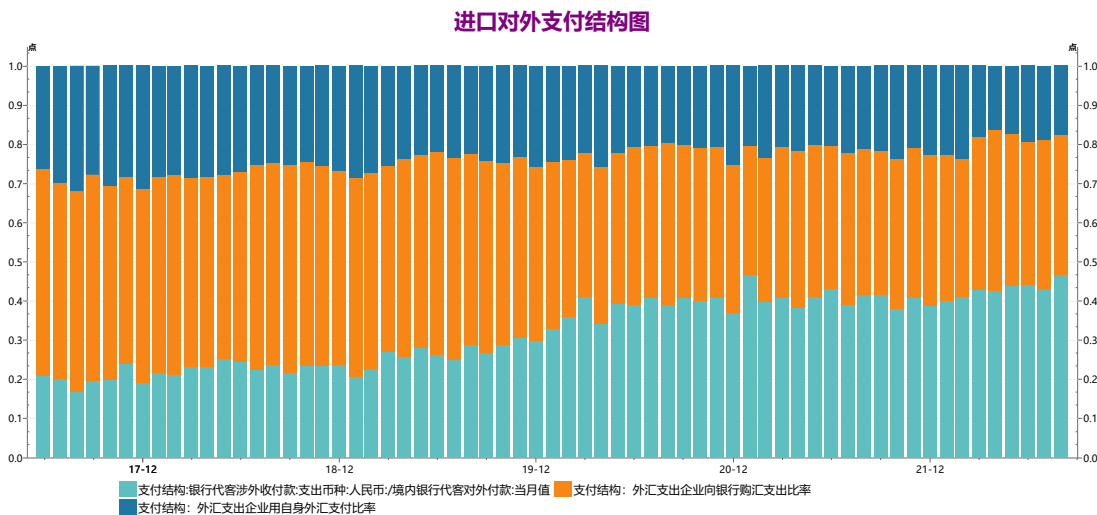
图 19：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



数据来源: Wind

从进口支付的结构看，用人民币支付占 47%，继续回升。企业向银行购汇支付报 36%，低于前值的 38%；进口企业用自身持有外汇支付占比为 18%，低与前值的 19%。显示进口企业惜汇心态。数据显示，8 月外汇存款余额报 9112 亿美元，低于前值的 9537 亿美元。8 月新增外币贷款-826 亿美元，前值为-1137 亿美元。央行已经宣布自 9 月 15 日起降低外汇存款准备金 2 个百分点，到 6%。

图 20: 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，8月人民币汇率回落明显，但是，无论是结售汇数据，还是银行代客收付款差额 还是反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇数据均显示较好，结汇率和售汇率差值稳定，显示8月外汇市场供求关系改善明显。这和汇率在8月和9月的走势形成了明显的反差。

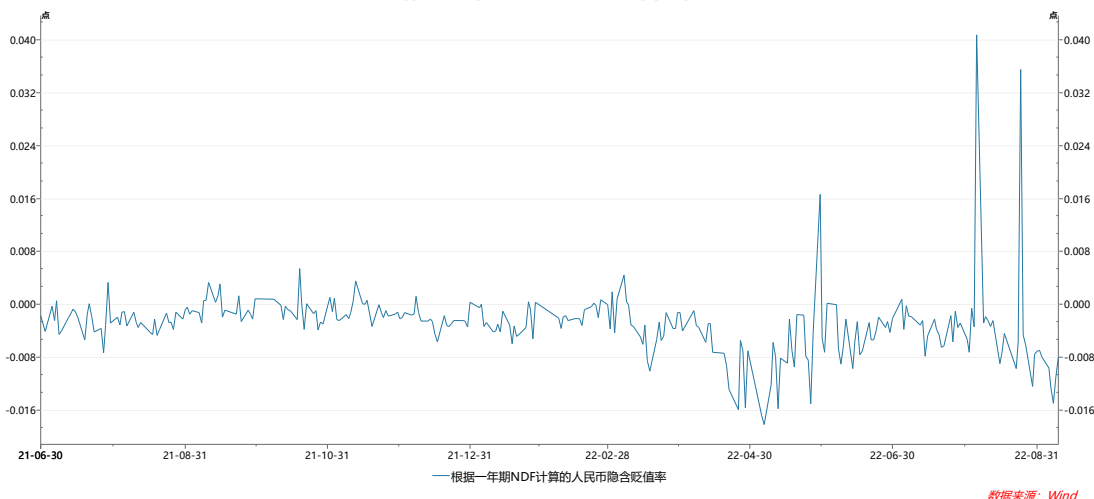
之所以形成这一反差，是因为汇率走势取决于预期。我们注意到近期一系列经济数据均时有反复，从数据看，疫情对资本和金融账户的影响明显。而结汇售数据的改善可能也和出口收入企业逢高结汇有关，我们注意到累计未结汇数据尽管在一季度较大，但目前已经回落到去年同期水平。而8月出口少收款的大幅减少也对当月的对外收付款和结售汇数据产生了一定的积极影响。

另外，汇率还涉及到非经济因素，美国在台湾等问题上一再挑战中国的底线也将是汇率的不稳定因素。

尽管，8月和9月汇率回落明显，但从一年期NDF计算的人民币汇率隐含贬值率的变动看，依旧相对可控。隐含贬值率的极值低于4月那波。更低于2015年下半年那次。

图 21：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



央行一直强调，汇率难以预测和不可预测，因此，利用金融衍生品进行汇率风险管理显得十分重要和必要。笔者认为人民币中短期内估计依旧呈现难升易跌的态势。

央行一再呼吁“汇率中性”的情况下，因此，我们依旧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, 20220915)

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