

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

供求关系进一步转弱，市场消极预期有所缓解

——10月外汇市场供求与银行代客结售汇数据分析

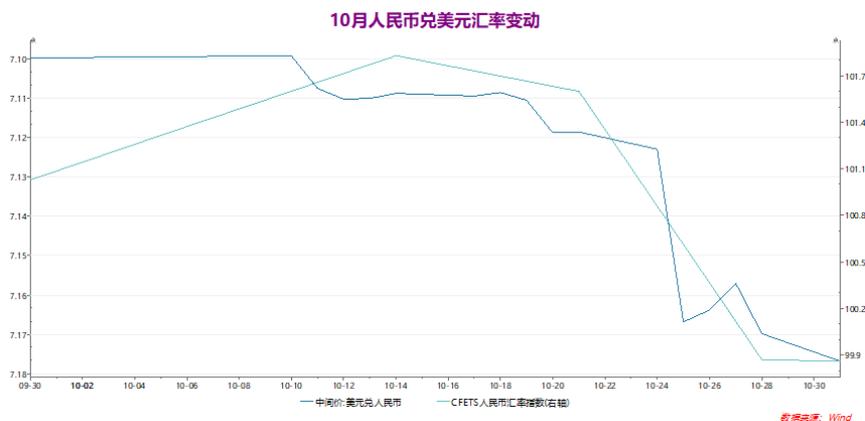
正文：

近日国家外汇管理局公布10月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，外汇市场供求关系依旧偏弱，银行结售汇出现了较大逆差，银行代客收付款虽继续逆差，但总体有所萎缩，结汇率和售汇率差值倒挂明显，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇继续逆差，但有所收缩。在人民币汇率已经出现明显下跌的情况下，从远期售汇对冲比率下降和远期售汇履约率大幅跳水看，市场消极预期有所趋于稳定，而没有出现明显的羊群效应。

一、银行结售汇数据分析

如下图所示，人民币兑美元汇率在10月继续出现了明显的下降，但盘中，多头曾经对人民币空头进行了两次有力的打击，央行也对人民币空头发过警告，称将启用市场噶政府的手段稳定汇率。但全月中间价格依旧从7.0998元回落到717.69元。人民币指数从101.03回落到99.86点。

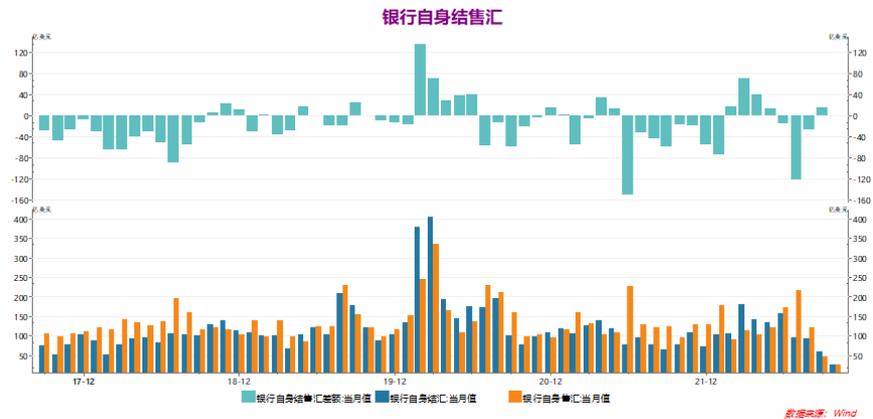
图1：10月人民币兑美元汇率变动



数据来源：Wind、银河期货

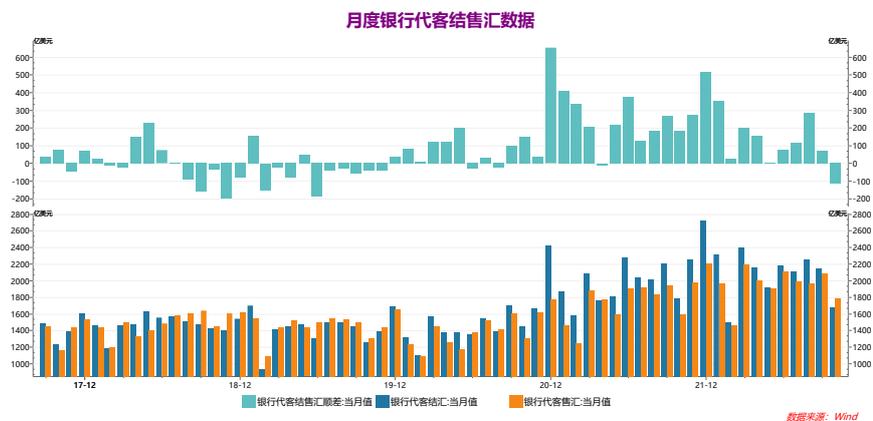
从银行的结售汇数据看，9月顺差大幅萎缩后，但10月出现近年来较大逆差，银行结售汇逆差达到118.7亿美元，前值顺差82.73亿美元，这是2019年6月以来出现的最大逆差。银行自身的结售汇也小幅逆差，报-1.78亿美元，前值报顺差13.34亿美元。银行代客结售汇逆差116.92，前值为顺差69.4亿美元。结汇和售汇环比双双回落。

图2：银行自身结售汇



数据来源：Wind、银河期货

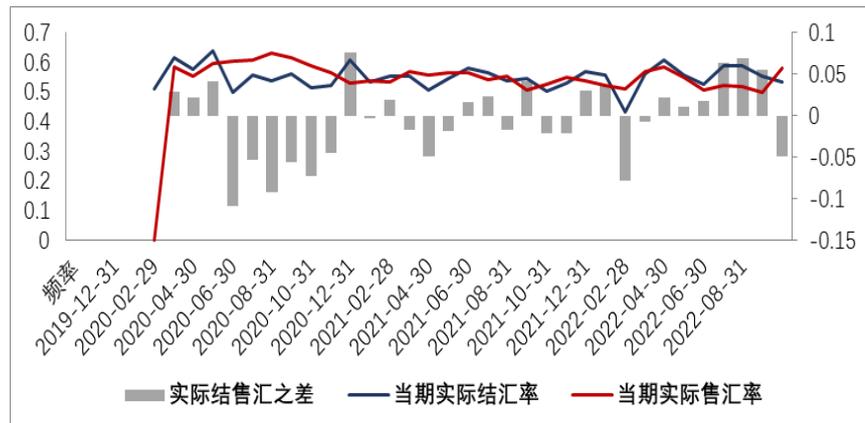
图3：月度银行代客结售汇数据



数据来源：Wind、银河期货

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308.02亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为326.88亿美元，扣除掉远期合约在10月的履约额，10月银行实际代客完成的结汇数据为1367.05亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为1465.12亿美元，其差额为顺差亿美元，前值为逆差98.07亿美元。按此计算的实际结汇率为53.32%，实际售汇率为58.18%，实际结售汇率之差报-4.86%。前值报+5.48%。

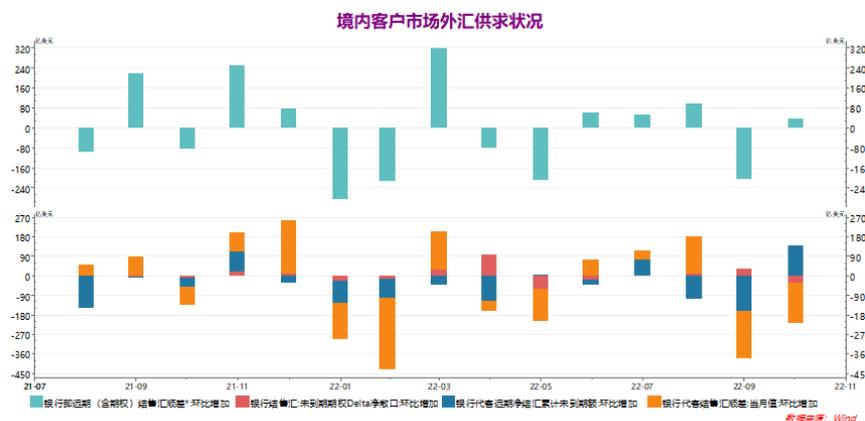
图4：扣除掉远期合约履约率后的实际当期结售汇及其差额



数据来源：Wind、银河期货

10 月份，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇逆差 13.13 亿美元，前值为逆差 48.79 亿美元，逆差少了 35.46 亿美元。其中，银行即期结售汇逆差 116.92 亿美元，环比减少了 118.32 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比增加了 35.46 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少 32.62 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇供应 105.37 亿美元（上月减少外汇供应 131.52 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 105.37 亿美元外汇（上月净买入 131.52 亿美元）。

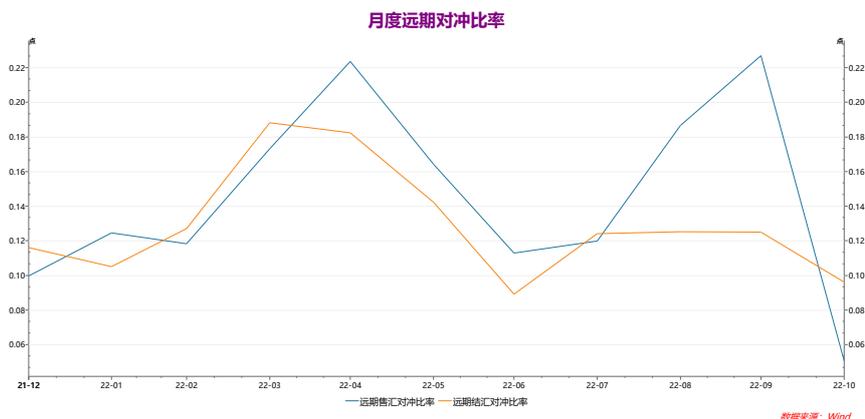
图5：境内客户市场外汇供求状况



数据来源：Wind、银河期货

从远期对冲比率看，10 月远期售汇对冲比例大幅回落，售汇对冲比率从 22.7% 大幅回落到 5.1%。显示市场对人民币兑美元汇率回落担心明显减缓。但远期结汇对冲比率也出现回落，报 9.6%，前值为 12.5%，当月，人民币兑美元的即期询价成交量报 4956.05 亿美元，低于 9 月的 7760.51 亿美元。尽管有假期因素，但日均询价成交量也仅为 330 亿美元，9 月达到 389 亿美元。

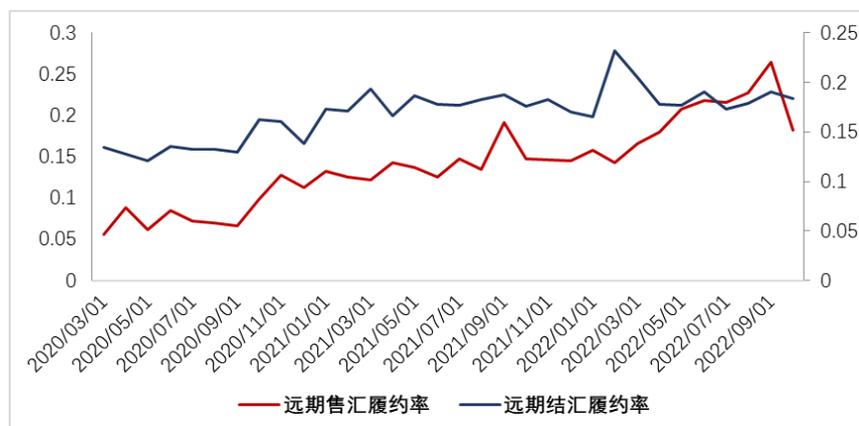
图6：月度远期对冲比率



数据来源：Wind、银河期货

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%稍回落到18.38%，售汇履约率则从26.44%明显回落到18.24%。结汇履约率稍有回落，而售汇履约率从历史高位大幅回落。显示出在10月人民币已经明显回落的背景下，售汇对冲汇率风险力度明显减弱。

图7：月度远期合约履约率



数据来源：Wind、银河期货

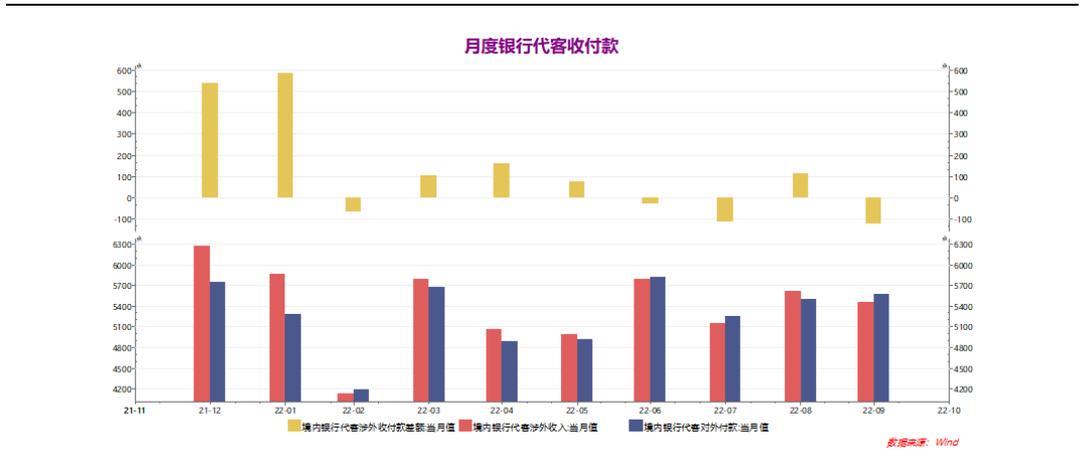
从分项目看，经常项目上，银行代客结售汇逆差56.19亿美元，前值顺差118.07亿美元。其中，货物贸易逆差7.31亿美元，前值为顺差227.12亿美元；服务贸易逆差43.89亿美元，低于前值的逆差71.33亿美元；收益与经常转移项逆差4.99亿美元，低于前值逆差37.72亿美元。贸易收支项目出现逆差，这是2021年4月以来的第一次。

在金融与储备性质账户上，逆差62.51亿美元，前值逆差48.67亿美元，其中，直接投资出现11亿美元顺差，前值为顺差17.04亿美元；证券投资逆差41.56亿美元，前值逆差32.01亿美元。

二、银行结售汇数据分析

10月银行代客收付款逆差85.01亿美元，前值逆差121.59亿美元。经常项目顺差，但非储备金融项目逆差有所回升。

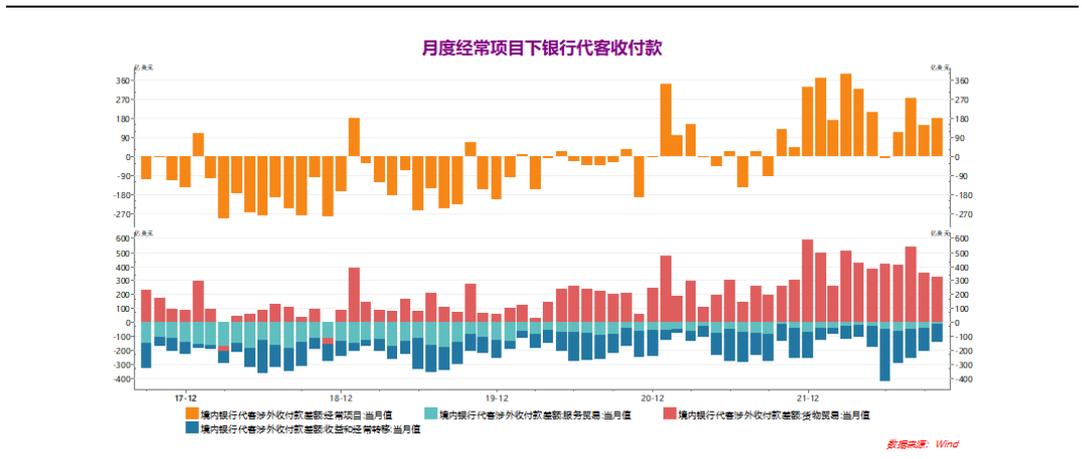
图8：月度银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

在经常项目下，顺差有所扩大，报178.87亿美元，前值为145.95亿美元，但货物贸易顺差环比减少，报320.79亿美元，前值为353.87亿美元。原因在于服务贸易逆差减少。服务贸易逆差从46.42亿美元继续回落到逆差16.71亿美元，收益与经常转移项逆差依旧较大，但环比缩小，报125.21亿美元，前值为逆差161.59亿美元。

图9：月度经常项目下银行代客收付款



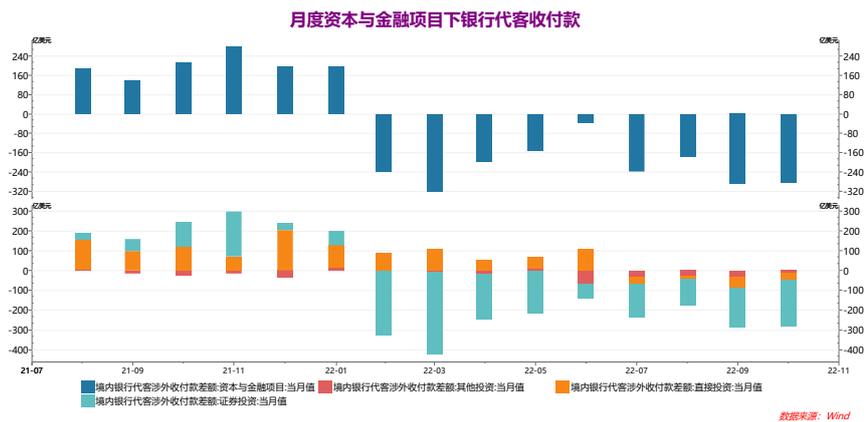
数据来源：Wind、银河期货

10月份，海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差328.89亿美元，环比减少31.45亿美元；海关总署公布的货物贸易顺差851.5亿美元，环比增加了4.06亿美元；二者差值为-522.61亿美元，9月为487.10亿美元，缺口负向继续扩大。显示出口少收款和进口多付款的情况加剧。其中，出口少收款430.02亿美元，高于前值的271.52亿美元，进口多付款92.58亿美元，低于前值的215.57亿美元。一般而言，出口少收款回升反映了出口商对本币贬值预期的

上升，进口多付款回落也反映了进口商对本货贬值预期的回落。当然，导致其变动因素很多，不仅仅是对汇率的预期。

10月，在资本与金融项目下，继续逆差，逆差值从289.63亿美元小幅回落到285.87亿美元，其中，逆差主要体现在证券投资上，逆差233.79，前值逆差199.74亿美元；直接投资继续逆差，但有所缩小，报-35.6亿美元，前值报-55.83亿美元；其他投资逆差16.44亿美元，前值为逆差33.64亿美元，有所收缩。

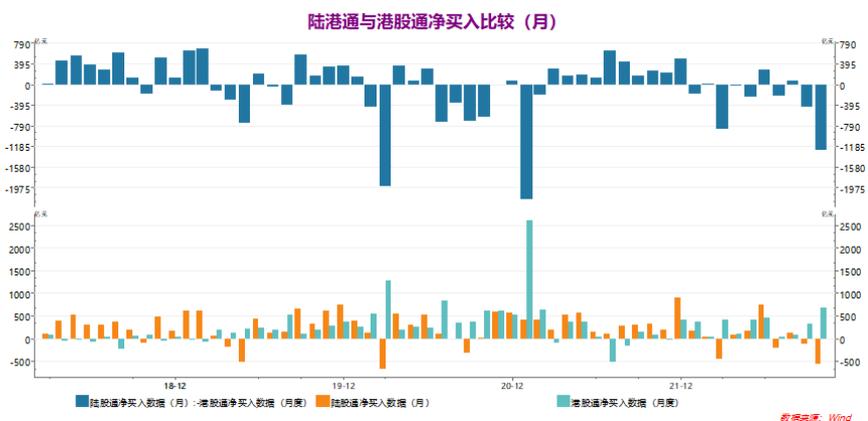
图10：月度资本与金融项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

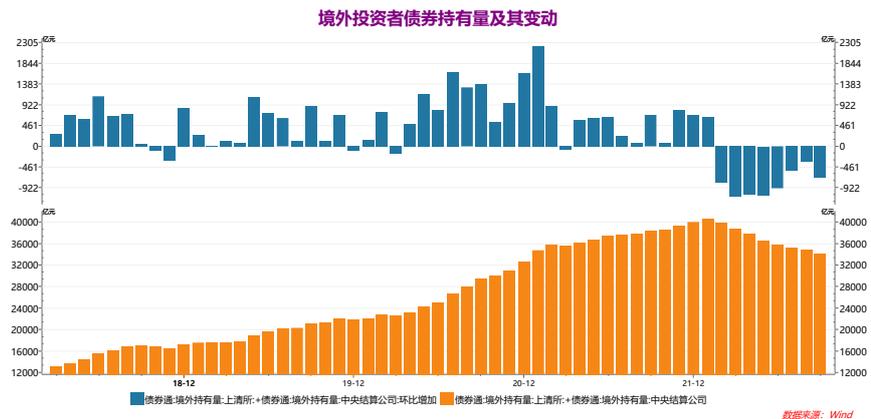
10月，陆股通和港股通均表现为较大幅度的净流出，净流出达到1249.04亿元。前值为净流出423.69亿元。在债券投资方面，9月数据显示，9月债券通下境外债券持有量继续减少，减少了707亿元，7月和8月分别减少了546亿元和354亿元，减额再度扩大，10月数据有待于公布。中美长期国债利差依旧倒挂，差值在10月继续扩大，近期有所收窄，但也达到-1.04%。

图11：陆港通与港股通净买入比较（月）



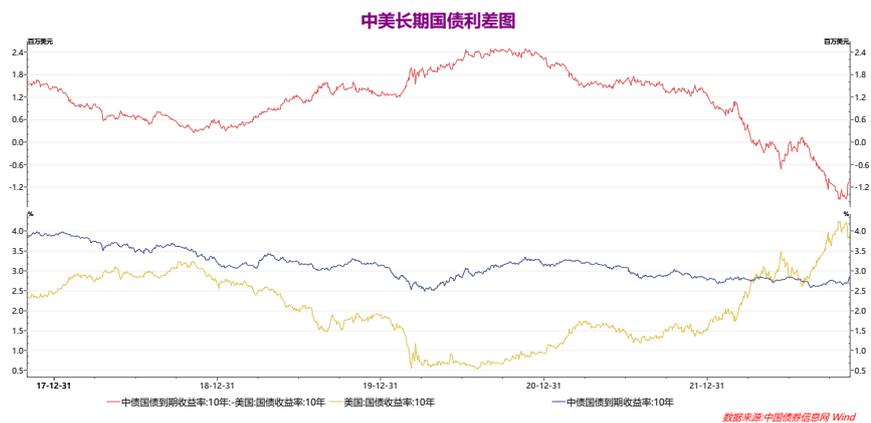
数据来源：Wind、银河期货

图12: 债券通下境外债券持有量变动



数据来源: Wind、银河期货

图13: 中美长期国债利差图

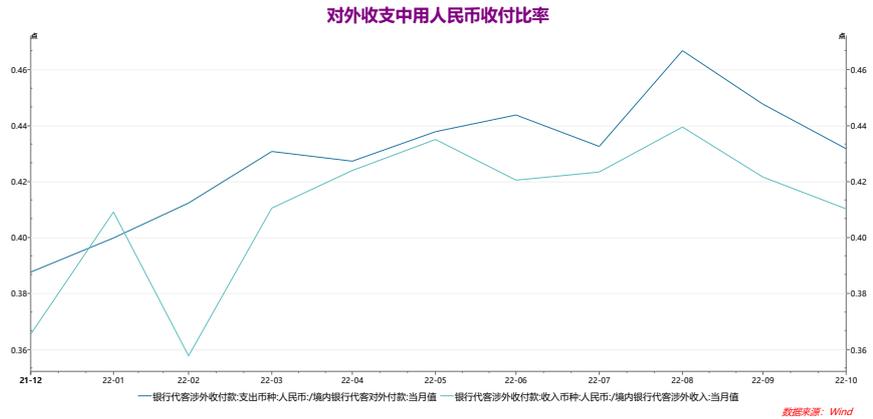


数据来源: Wind、银河期货

在银行代客收付款方面，人民币收付款占比继续回落，10月，用人民币进行代客收款的比重从42%回落到41%，而用人民币进行代客付款的则从45%回落到43%。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，5月和6月回升，7月回落，8月和9月再回升，10月又回落，报888.98亿美元，前值报1000.27亿美元。显示外汇收入企业在人民币大幅下跌的情况下，待价而沽的心态有所减弱。

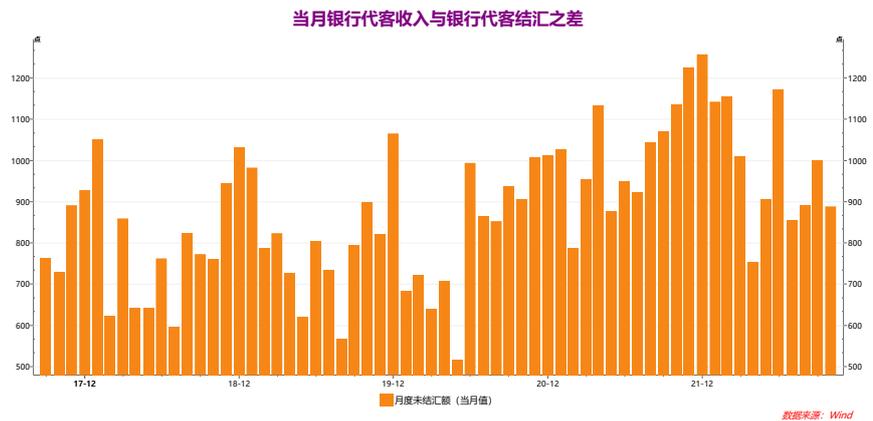
但从去年12月的累计数看，这一差额是惊人的，达到11205.57亿美元。而往年2020年和2019年分别为7650.49亿美元和5752.82亿美元，今年前10月该累计数差额报8678.83亿美元，去年同期为8902.93亿美元，持续低于去年数值。

图14：对外收支中用人民币收付比率



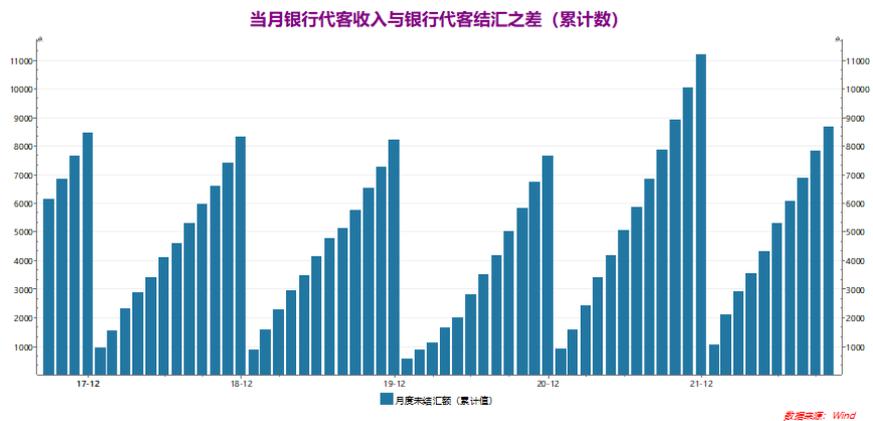
数据来源：Wind、银河期货

图15：当月银行代客收入与银行代客结汇之差



数据来源：Wind、银河期货

图16：当月银行代客收入与银行代客结汇之差（累计数）

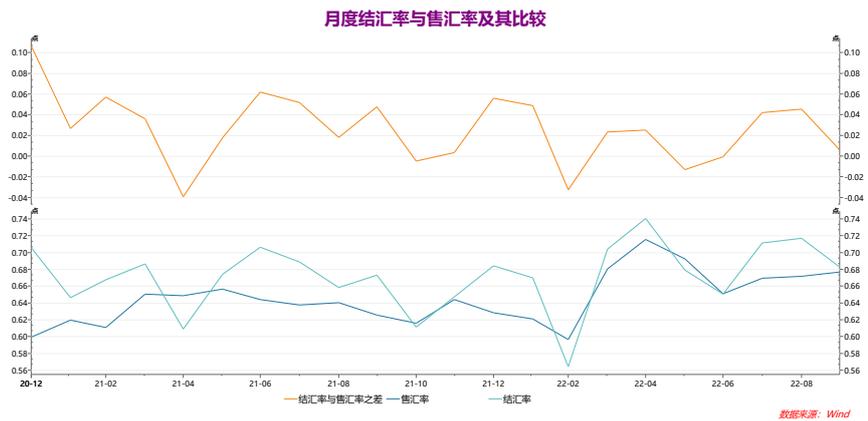


数据来源：Wind、银河期货

三、银行结售汇数据分析

从10月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率回落，而售汇率基本与上月持平，变动均不大，结汇率从68.3%回落到65.3%，售汇率也从67.7%回升到71.2%，结汇率和售汇率之差再度倒挂，并扩大到-0.06%，前值为0.01%。

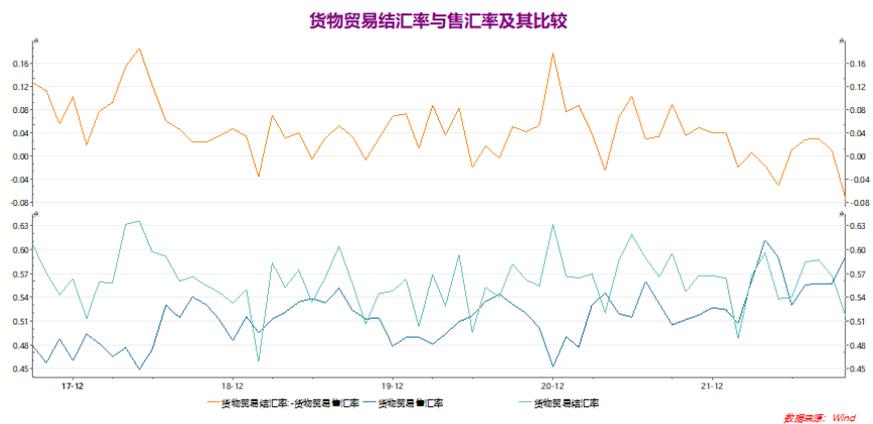
图17：月度结汇率与售汇率及其比较



数据来源：Wind、银河期货

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53.32%,实际售汇率为58.18%,实际结售汇率之差报-4.86%。前值报+5.48%。从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看,分别报51.6%和59.12%,结汇率回落,售汇率回升。两者差值从+1%倒挂为-8%。

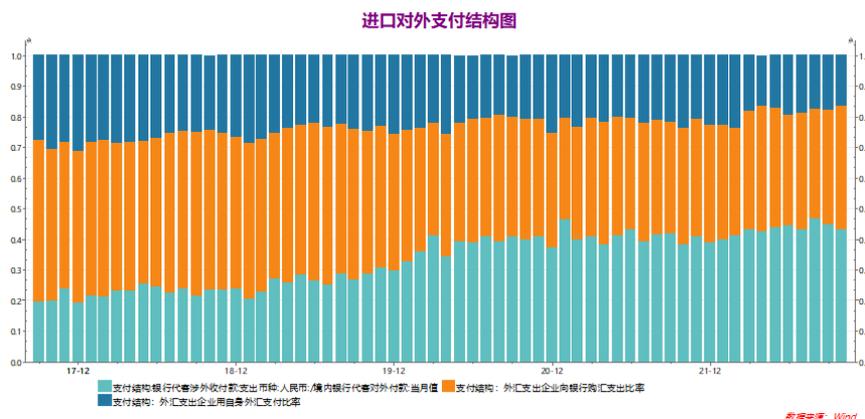
图18：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



数据来源：Wind、银河期货

从进口支付的结构看，用人民币支付占43%，继续出现回落。企业向银行购汇支付报40%，高于前值的37%；进口企业用自身持有外汇支付占比为16%，低与前值的16%，显示进口企业惜汇心态。数据显示，10月外汇存款余额报8641亿美元，低于前值的8849亿美元。10月新增外汇贷款-263亿美元，前值为-110亿美元。

图19: 进口对外支付结构图



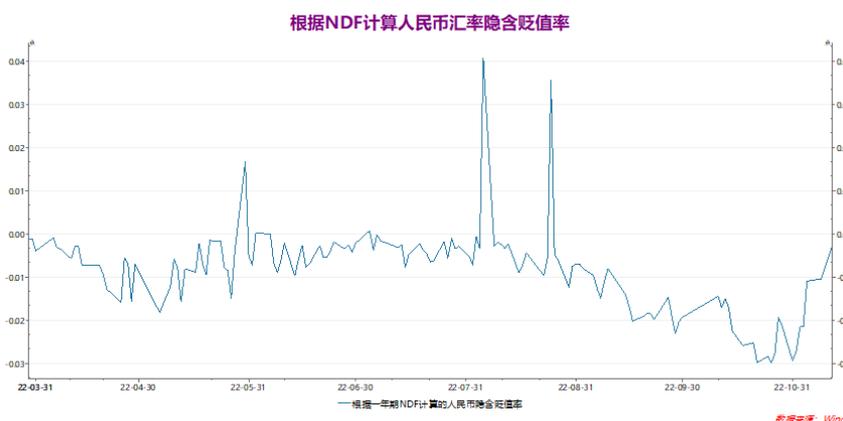
数据来源: Wind、银河期货

四、综述

综上所述，10月人民币汇率回落明显，结售汇数据和银行代客收付款差额双双逆差，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇数据均显示明显转弱，结汇率和售汇率差值倒挂，显示10月外汇市场供求关系在9月发生了明显的变化后，继续偏弱。

在汇率回落明显的情况下，10月，一年期NDF计算的人民币汇率隐含贬值率的明显加大，隐含贬值率的极值超过于4月那波。但依旧低于2015年下半年那次。但近期贬值率收缩明显。

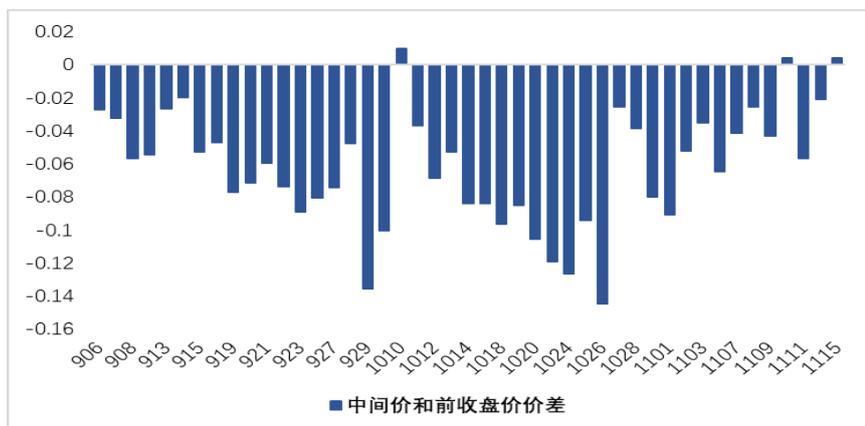
图20: 根据NDF计算人民币汇率隐含贬值率



数据来源: Wind、银河期货

央行在10月进一步采取了一定稳定汇率的措施，包括调升宏观审慎系数等，在外汇市场上用市场和政策手段对人民币空头进行打击，同时，明显重启了逆周期因子，但是，空方的力量依旧不可忽视。进入11月后，市场预期有所好转，人民币出现了深度反弹，但是，从今天出台的投资数据看和前期出台的金融数据看，经济稳固的基础依旧不牢，人民币汇率向上持续反弹的空间并不大。值得关注 and 警惕。

图21：逆周期因子重启：前收盘价和当日中间价差额



数据来源：Wind、银河期货

另外，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。

作者承诺

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 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799