

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

## 结售汇率倒挂扩大，外汇供求关系有所缓解

### ——11月外汇市场供求与银行代客结售汇数据分析

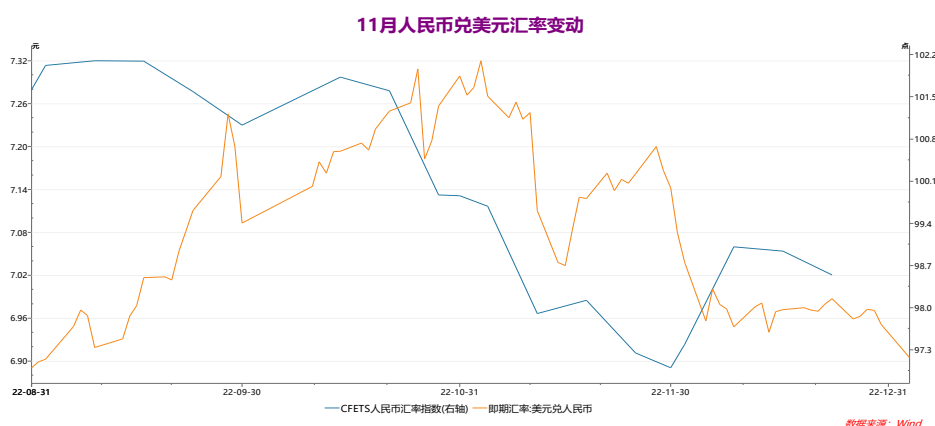
正文：

#### 一、银行结售汇数据分析

年前，国家外汇管理局公布11月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，银行结售汇和银行代客收付款继续逆差，虽总体有所萎缩，结汇率和售汇率差值倒挂加大，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇转逆差为顺差，外汇市场供求关系有所缓解。

如下图所示，人民币兑美元汇率在11月总体出现了低位震荡、总体有所反弹的走势，但全月兑美元即期汇率从7.2885元回升到7.1419元，人民币指数则继续从99.86回落到97点。

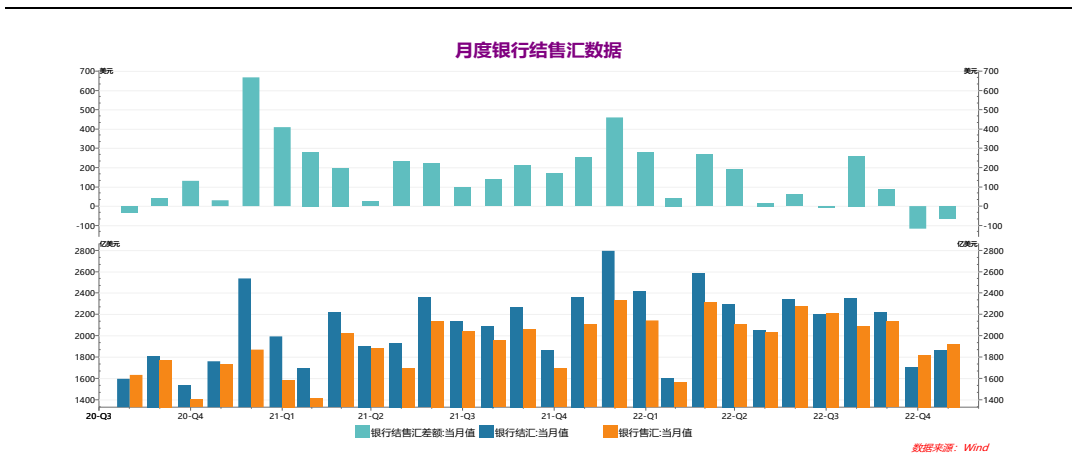
图1：11月人民币兑美元汇率变动



数据来源：Wind、银河期货

从银行的结售汇数据看，10月出现近年来较大逆差后，11月继续逆差，银行结售汇逆差达到62.8亿美元，前值逆差118.7亿美元。

图2：月度银行结售汇数据



数据来源：Wind、银河期货

银行自身的结售汇则转逆差为顺差，顺差 28.94 亿美元，前值报-1.78 亿美元。银行代客结售汇逆差 91.74 亿美元，前值为逆差 116.92 美元，结汇和售汇环比双双回升。

图3：银行自身结售汇

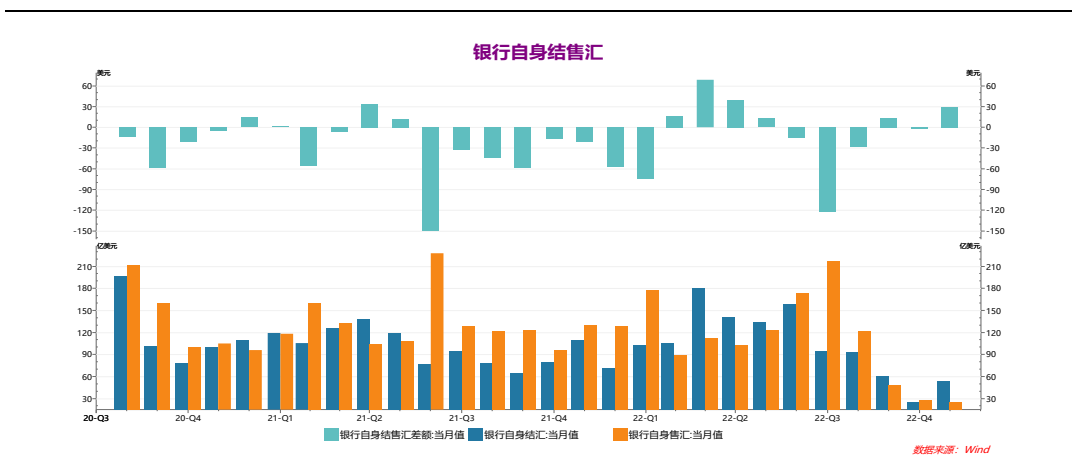
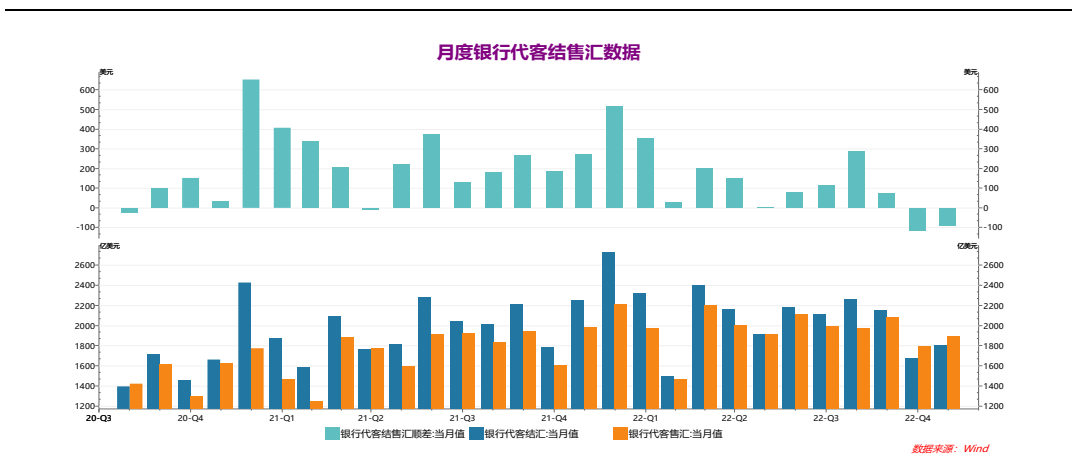


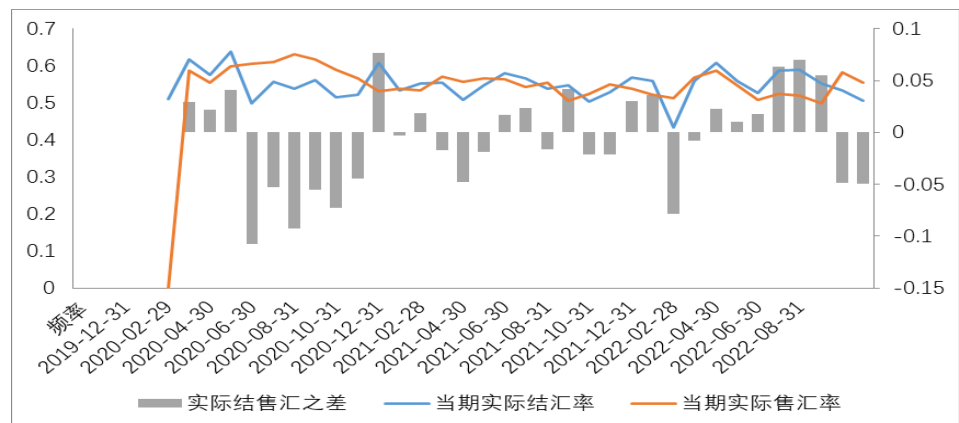
图4：月度银行代客结售汇数据



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 329.65 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 360.22 亿美元，扣除掉远期合约在 11 月的履约额，11 月银行实际代客完成的结汇数据为 1473.39 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1534.55 亿美元，其差额为逆差 61.17 亿美元，前值为逆差 98.07 亿美元。按此计算的实际结汇率为 50.55%，实际售汇率为 55.51%，实际结售汇率之差报-4.95%。前值报-4.86%。

图5：扣除掉远期合约履约额后的实际当期结汇售汇及其差额

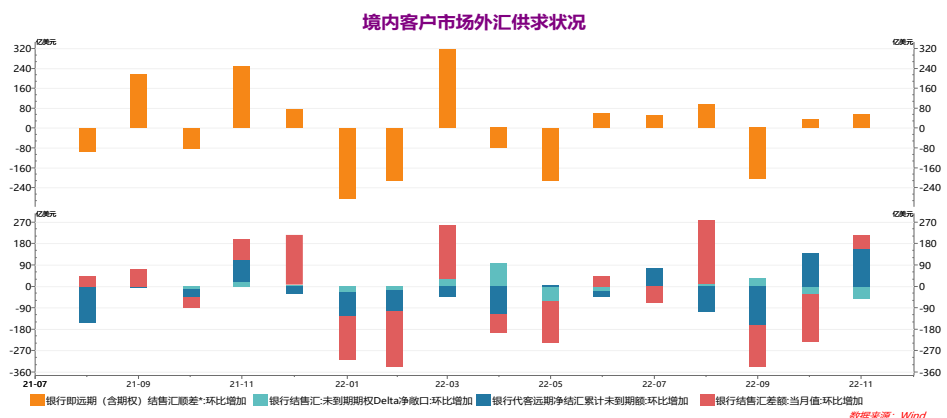


数据来源：外汇管理局、Wind、银河期货

11 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 38.53 亿美元，前值为逆差 13.13 亿美元。其中，银行即期代客结售汇逆差 91.74 亿美元，环比减少了 25.18 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比增加了 156.04 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少 54.71 亿美元，减少说明是调高远期售汇风险金的后果。

两项合计，外汇衍生品交易外汇增加供应 101.33 亿美元（上月增加外汇供应 105.37 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 101.33 亿美元外汇，上月净卖出 105.37 亿美元）。

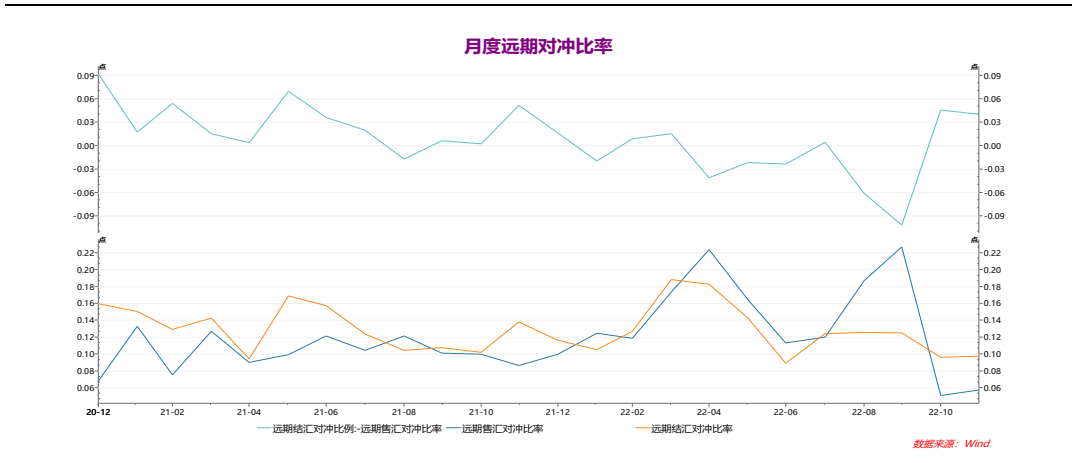
图6：境内客户市场外汇供求状况



数据来源：Wind、银河期货

从远期对冲比率看，11月远期售汇对冲比例10月大幅回落后，11月双双回升，售汇对冲比率从5.1%回升到5.7%。远期结汇对冲比率也出现回升，报9.7%，前值为9.6%，当月人民币兑美元的即期询价成交量报6990.83亿美元，低于9月的7760.51亿美元。

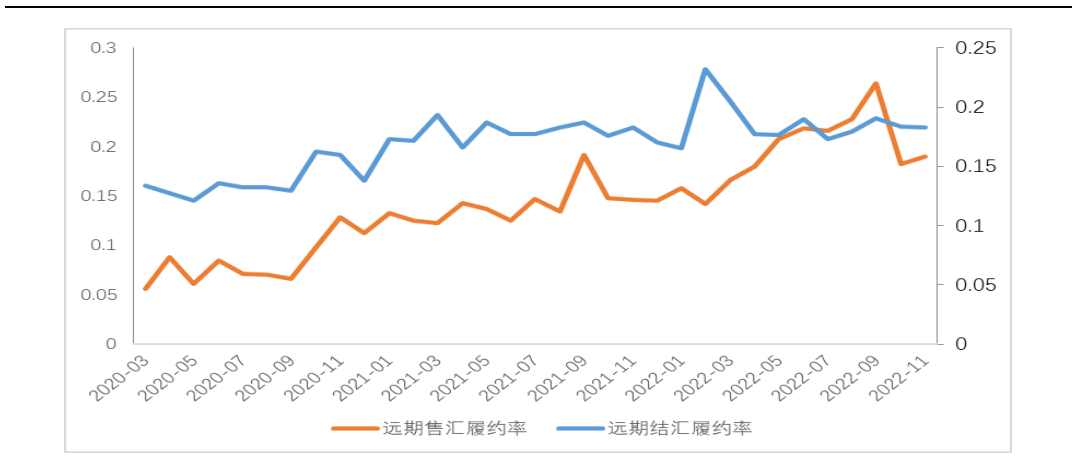
图7：月度远期对冲比率



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18.38%回落到18.28%，售汇履约率则从18.24%回升到19%。结汇履约率低于售汇履约率，显示出前期人民币走弱的背景下，前期售汇对冲汇率动力明显。

图8：月度远期合约履约率



数据来源：Wind、银河期货

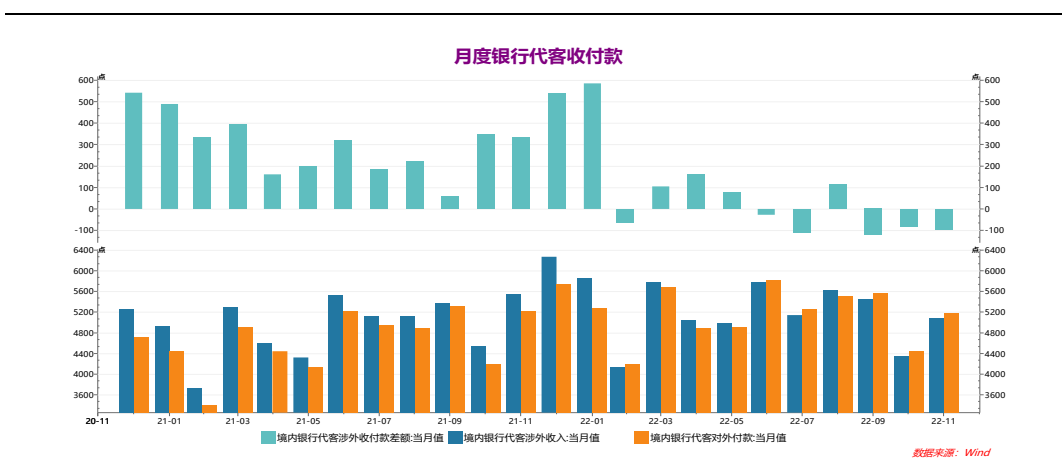
从分项目看，经常项目上，银行代客结售汇逆差81.45亿美元，前值逆差56.19亿美元。其中，货物贸易顺差12.75亿美元，前值为逆差7.31亿美元；服务贸易逆差55.91亿美元，低于前值的逆差43.89亿美元；收益与经常转移项逆差38.3亿美元，高于前值逆差4.99亿美元。

在金融与储备性质账户上，逆差 10.29 亿美元，前值逆差 62.51 亿美元，其中，直接投资出现 3.12 亿美元顺差，前值为顺差 11 亿美元；证券投资顺差 30.8 亿美元，前值逆差 41.56 亿美元。

## 二、银行代客收付款分析

11 月银行代客收付款逆差 95.96 亿美元，前值逆差 85.01 亿美元。经常项目顺差，但减少，非储备金融项目逆差也有所回落。

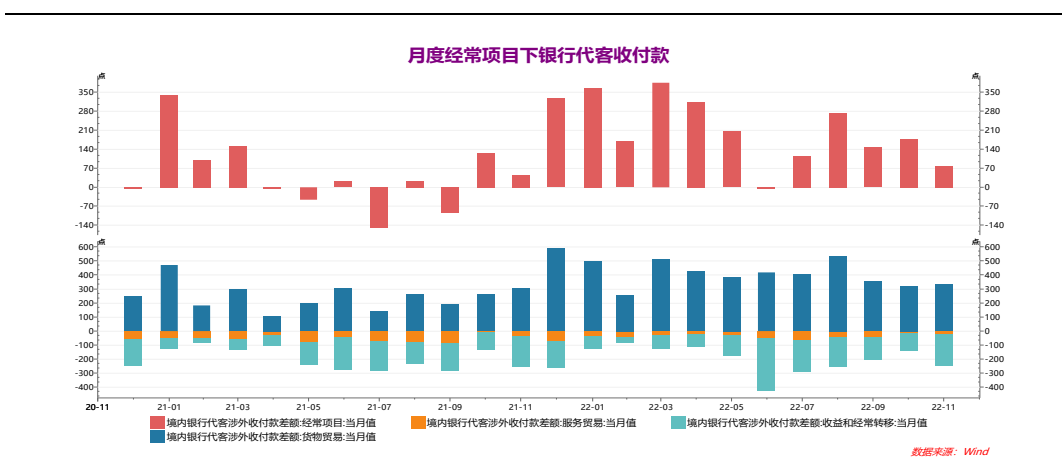
图9：月度银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

在经常项目下，顺差有明显减少，报 78.34 亿美元，前值为 178.87 亿美元，但货物贸易顺差环比有所回升，报 328.53 亿美元，前值为 320.79 亿美元。服务贸易逆差从 16.71 亿美元继续回升到逆差 26.49 亿美元，收益与经常转移项目逆差扩大，报 223.7 亿美元，前值为逆差 125.21 亿美元。

图10：月度经常项目下银行代客收付款



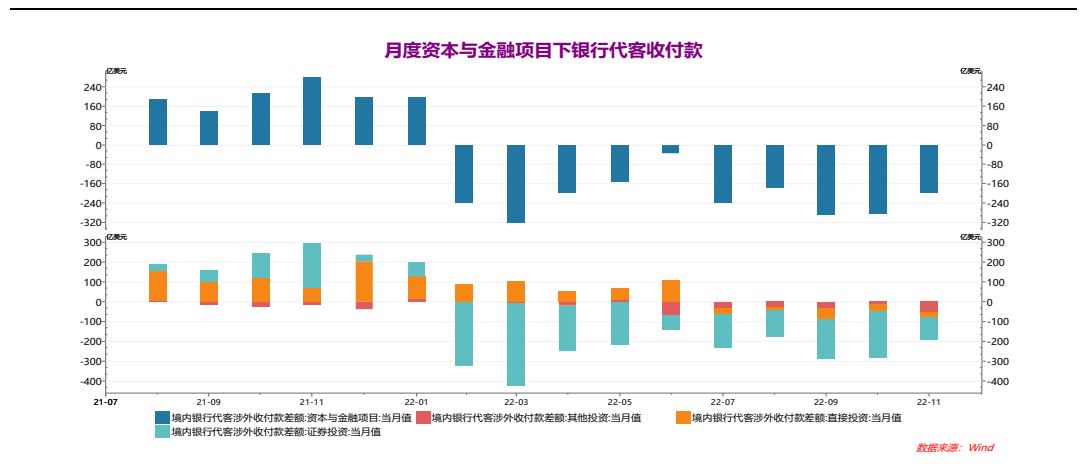
数据来源：Wind、银河期货

11 月份，海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 343.42 亿美元，环比增加 14.53 亿美

元；海关总署公布的货物贸易顺差 692.48 亿美元，环比减少了 160.18 亿美元；二者差值为 -349.06 亿美元，10 月为 523.77 亿美元，缺口负向有所缩小。其中，出口少收款 188.25 亿美元，低于前值的 430.02 亿美元，进口多付款 160.81 亿美元，高于前值的 92.58 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币贬值预期的回落。当然，导致其变动因素很多，不仅仅是对汇率的预期。

11 月，在资本与金融项目下，继续逆差，逆差值从 285.87 亿美元小幅回落到 197.95 亿美元，其中，逆差主要体现在证券投资上，逆差 117.32 亿美元，前值逆差 233.79 亿美元；直接投资继续逆差，但有所缩小，报-26.27 亿美元，前值报-35.6 亿美元；其他投资逆差 54.32 亿美元，前值为逆差 16.44 亿美元，有所收缩。

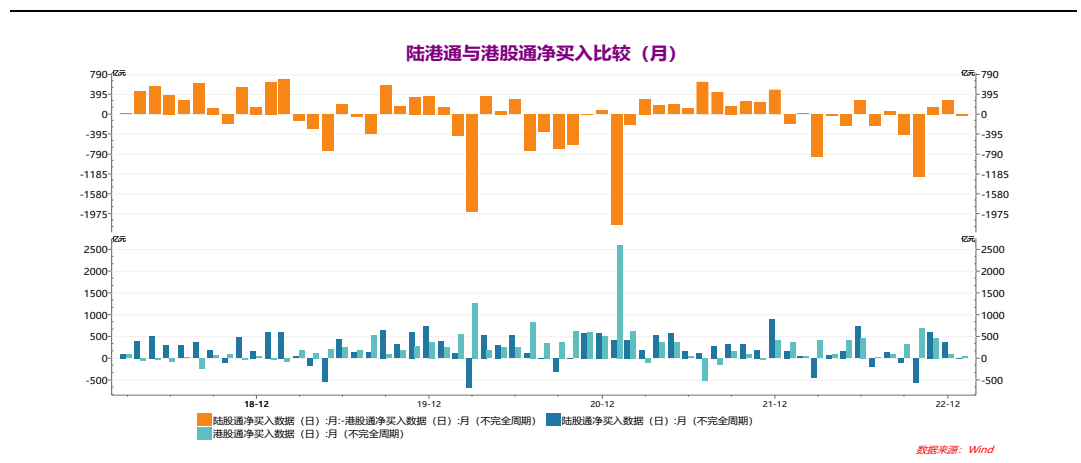
图11：月度资本与金融项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

11 月，陆股通和港股通均表现为较大幅度的净流入，但陆港通下净流入达到 137.17 亿元。前值为净流出 1249.04 亿元。

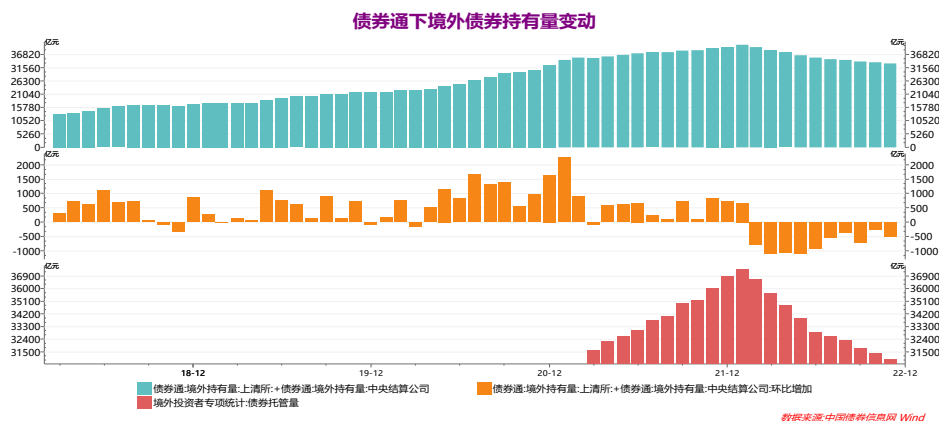
图12：陆港通与港股通净买入比较（月）



数据来源：Wind、银河期货

在债券投资方面，11 月债券通下境外债券持有量继续减少，减少了 491 亿元。

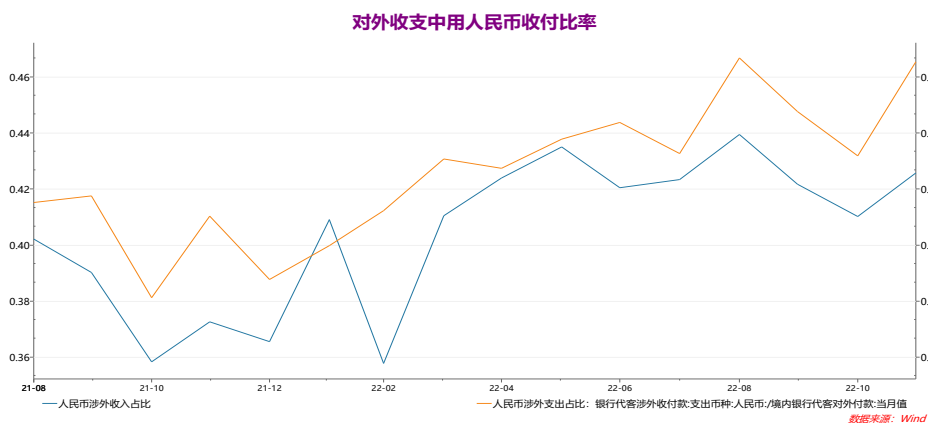
图13: 债券通下境外债券持有量变动



数据来源：Wind、银河期货

在银行代客收付款方面，人民币收付款占比止跌回升，11月，用人民币进行代客收款的比重从41%回升到43%，而用人民币进行代客付款的则从43%回升到47%。

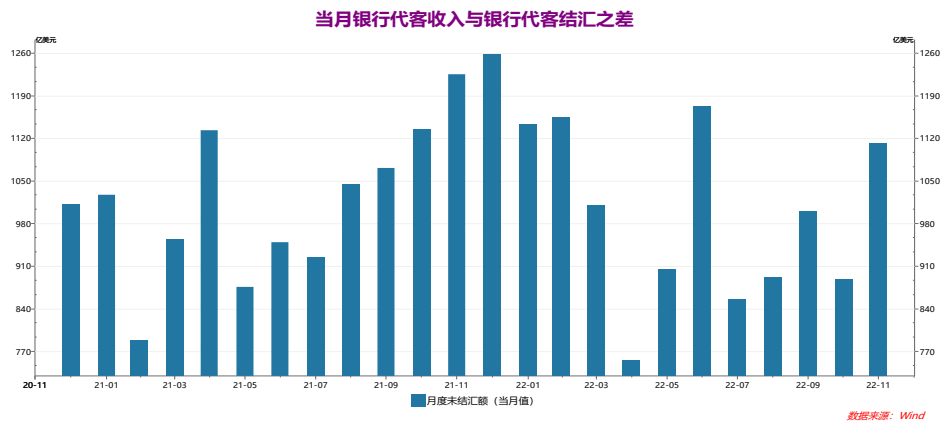
图14: 对外收支中用人民币收付比率



数据来源：Wind、银河期货

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，11月又回升，报1111.16亿美元，前值报888.98亿美元。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回升。

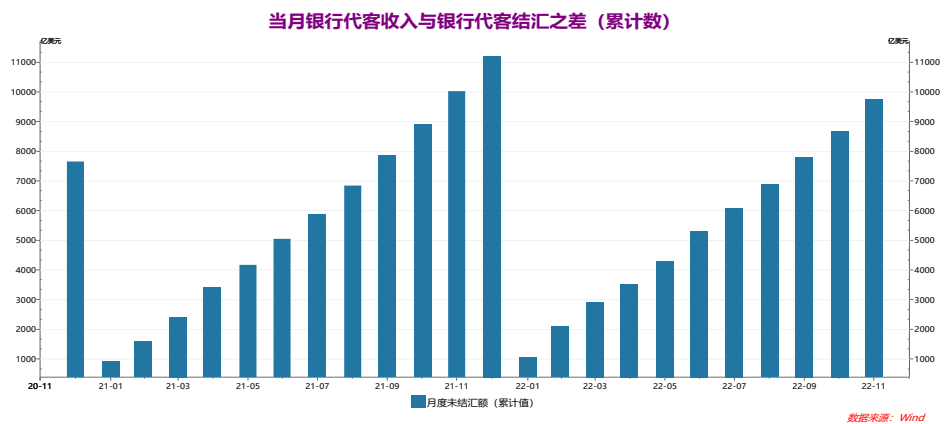
图15：当月银行代客收入与银行代客结汇之差



数据来源：Wind、银河期货

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11月该累计数差额报9735.65亿美元，去年同期为10019.6亿美元，持续低于去年数值，显示年末结汇通道的拥挤度降低。

图16：当月银行代客收入与银行代客结汇之差（累计数）



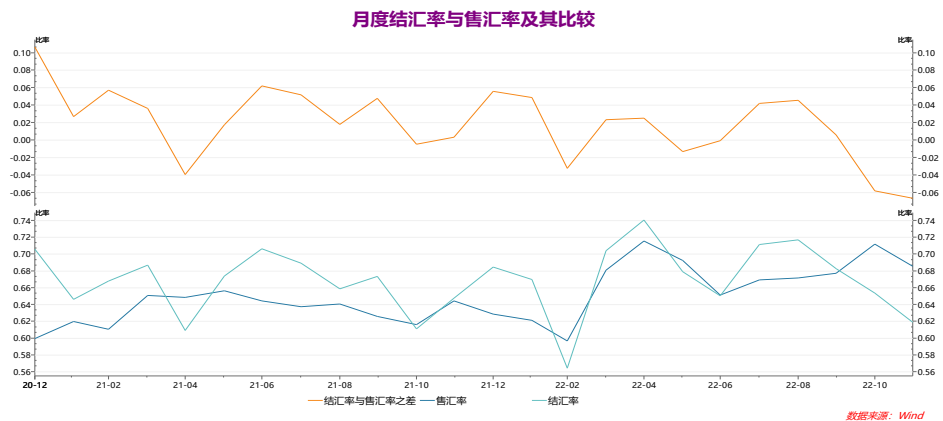
数据来源：Wind、银河期货

### 三、结汇率与售汇率分析

从11月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率从65.3%回落到61.9%，售汇率也71.2%回落到68.5%，结汇率和售汇率之差继续倒挂，并扩大到-0.07%，前值为-0.06%。



图17：月度结汇率与售汇率及其比较

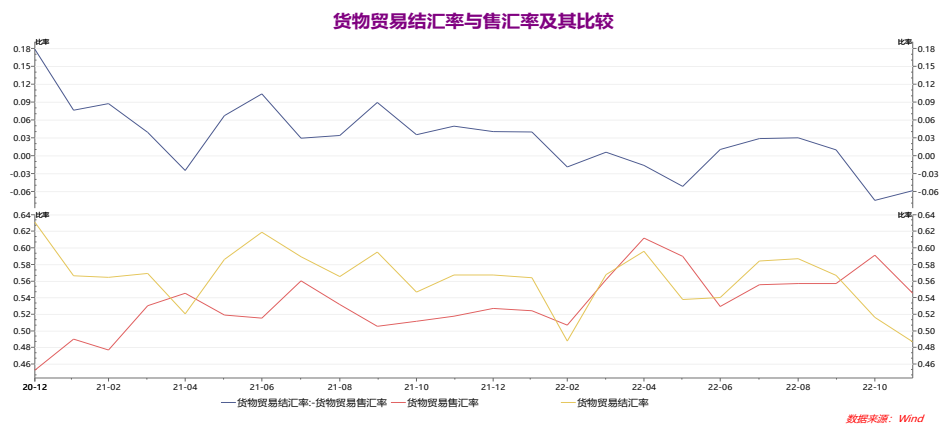


数据来源：Wind、银河期货

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 50.55%,实际售汇率为 55.51%,实际结售汇率之差报-4.95%。前值报-4.86%。

从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看,分别报 48.7%和 54.52%,均有回落,两者差值从-8%缩小为-6%。

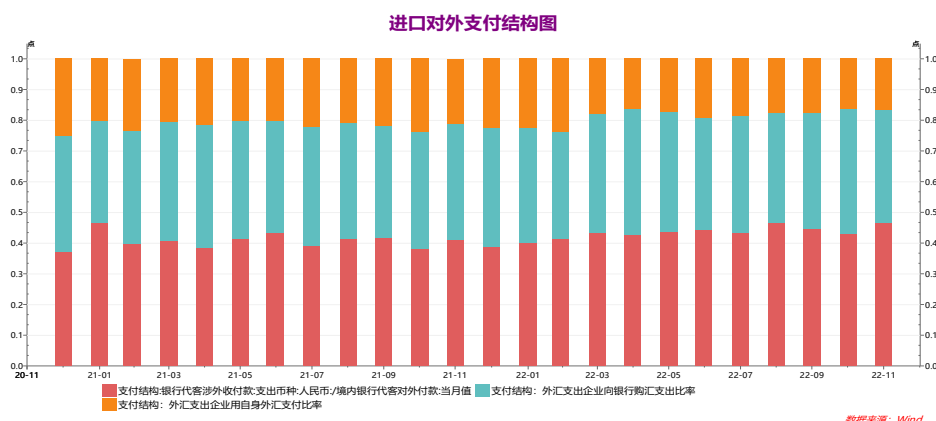
图18：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



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 47%,前值 43%,出现回升。企业向银行购汇支付报 37%,低于前值的 40%;进口企业用自身持有外汇支付占比为 17%,高与前值的 16%,显示进口购汇谨慎。数据显示,11 月外汇存款余额报 8621 亿美元,低于前值的 8641 亿美元。11 月新增外汇贷款-206 亿美元,前值为-263 亿美元。

图19：进口对外支付结构图



数据来源：Wind、银河期货

综上所述，11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，但反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇数据顺差，显示外汇供求关系有所缓解，但结汇率和售汇率差值倒挂差值扩大，显示市场预期依旧较弱。

央行一直强调，汇率难以预测和不可预测，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](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799