

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

## 结售汇率变动反映了汇率的自发调节作用

### ——4月外汇市场供求关系分析

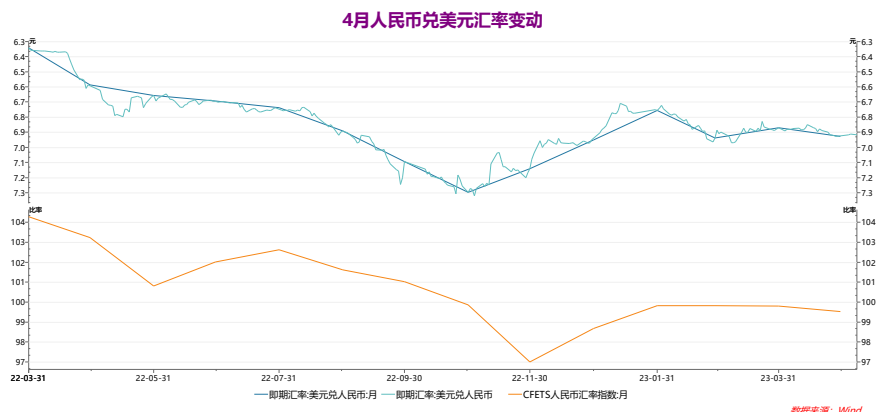
#### 正文：

今天，国家外汇管理局公布反映外汇市场供求关系的4月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，结售汇顺差，但代客外汇收入逆差。结汇率和售汇率差值回正，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差回升。

#### 一、银行结售汇数据分析

如下图所示，人民币兑美元汇率在1月出现明显的反弹后，和2月回调后，3月探底回升，4月则再度回落，走势偏弱。全月兑美元即期汇率从6.8713元回落到6.93元。人民币指数出现小幅波动，从99.8回落到99.52点。

图1：4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，4月银行结售汇转逆差为顺差，报54.55亿美元，前值报-159.08亿美元。售汇环比回落更加明显，结汇也有小幅回落。银行自身的结售汇顺差7.56亿美元，前值报逆差4.06亿美元4月，银行自身结汇环比回升。银行代客结售汇顺差报46.99亿美元，前值逆差报155.02亿美元。结汇和售汇环比双双回落，但售汇回落更加明显。

图2：月度银行结售汇数据

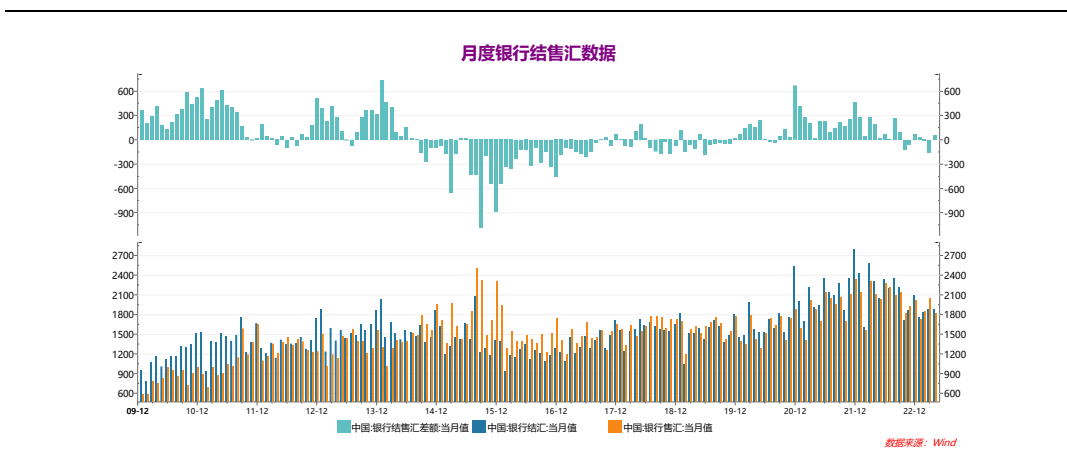


图3：银行自身结售汇

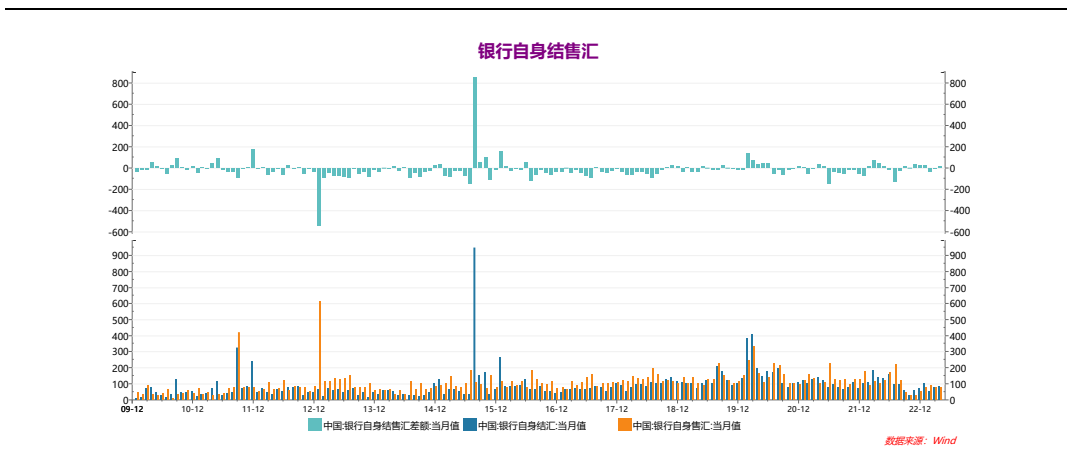
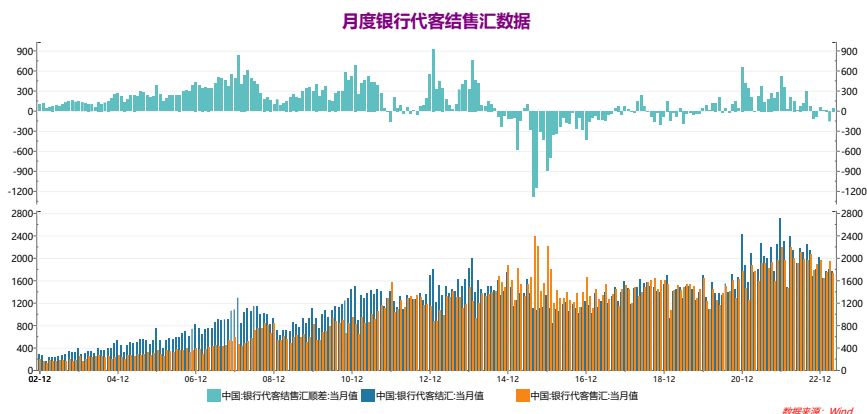


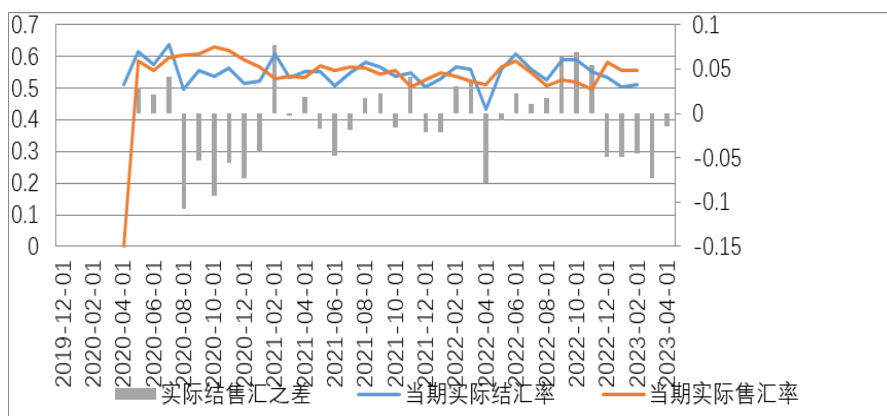
图4：月度银行代客结售汇数据



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 361.55 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 192.64 亿美元，扣除掉远期合约在 4 月的履约额，4 月银行实际代客完成的结汇数据为 1421.81 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1543.74 亿美元，其差额为逆差 121.92 亿美元，前值为逆差 284.31 亿美元。按此计算的 4 月实际结汇率为 57.58%，前值为 47.69%，回升明显，实际售汇率也出现回升，报 63.19%，前值为 59.36%，实际结售汇率之差-5.6%。前值报-11.67%。

图5：扣除掉远期合约履约额后的实际当期结售汇及其差额

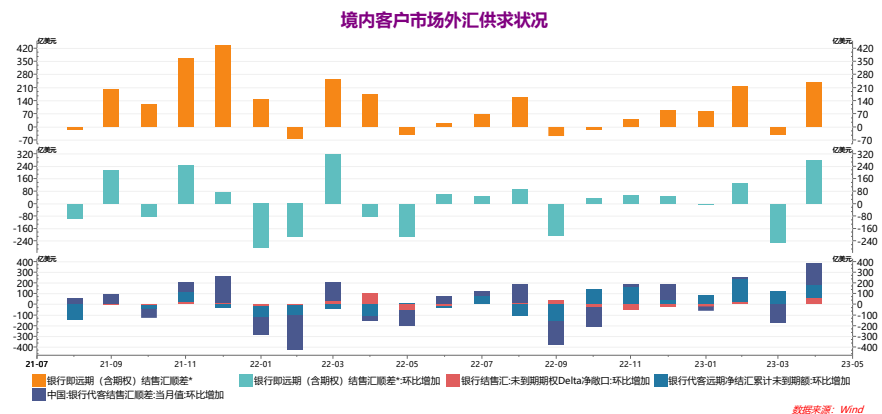


数据来源：外汇管理局、Wind、银河期货

4 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 237.37 亿美元，前值为逆差 39.39 亿美元。环比增加了 202.01 亿美元。其中，银行即期代客结售汇顺差 155 亿美元，环比增加了 202.01 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比增加了 128.07 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比增加了 54.76 亿美元。

两项合计，外汇衍生品交易外汇增加供应 119.68 亿美元（上月增加外汇供应 182.82 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 119.68 亿美元外汇（上月净卖出 182.82 亿美元）。

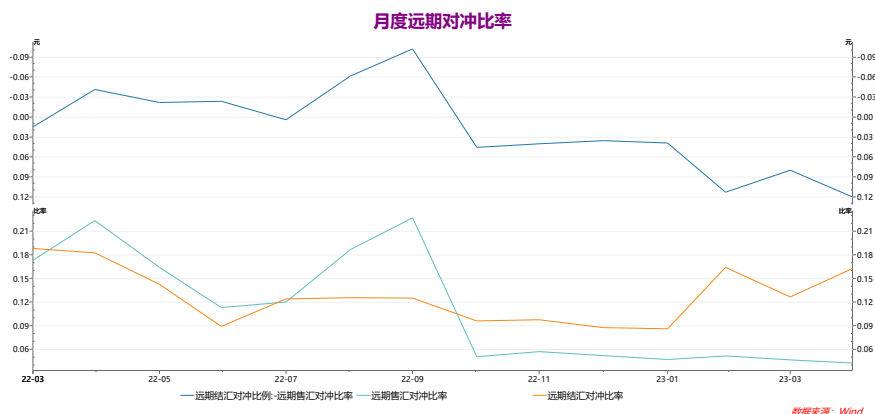
图6：境内客户市场外汇供求状况



数据来源：Wind、银河期货

从远期对冲比率看，4 月远期结汇对冲比率 12.6% 回升到 16.2%，显示结汇企业担心汇率回升的心态提升。但售汇对冲比率从 4.7% 回落到 4.2%，显示出其对人民币进一步回落担心也有所减轻。当月，人民币兑美元的即期询价成交量报 7160 亿美元，低于 3 月的 9365.46 亿美元。

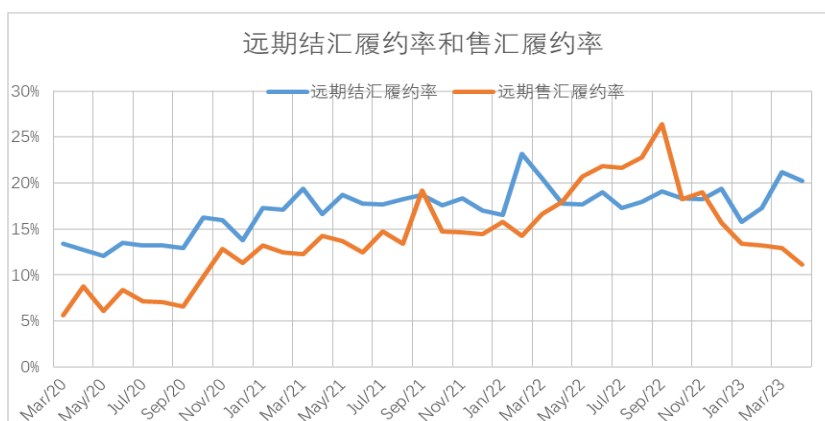
图7：月度远期对冲比率



数据来源：Wind、银河期货

而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 21.16% 回落到 20.27%，售汇履约率则从 12.89% 回落到 11%。结汇履约率继续高于售汇履约率，显示出年底结汇周期高峰效应和前期人民币大幅走高的背景下，前期结汇对冲汇率动力保持较大力度。

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，银行代客结售汇顺差 167.26 亿美元，前值顺差 27.97 亿美元。其中，货物贸易顺差 262.06 亿美元，前值为顺差 165.82 亿美元；

服务贸易逆差 73.77 亿美元,前值逆差 126.47 亿美元;收益与经常转移项逆差 21.02 亿美元,高于前值逆差 11.38 亿美元。

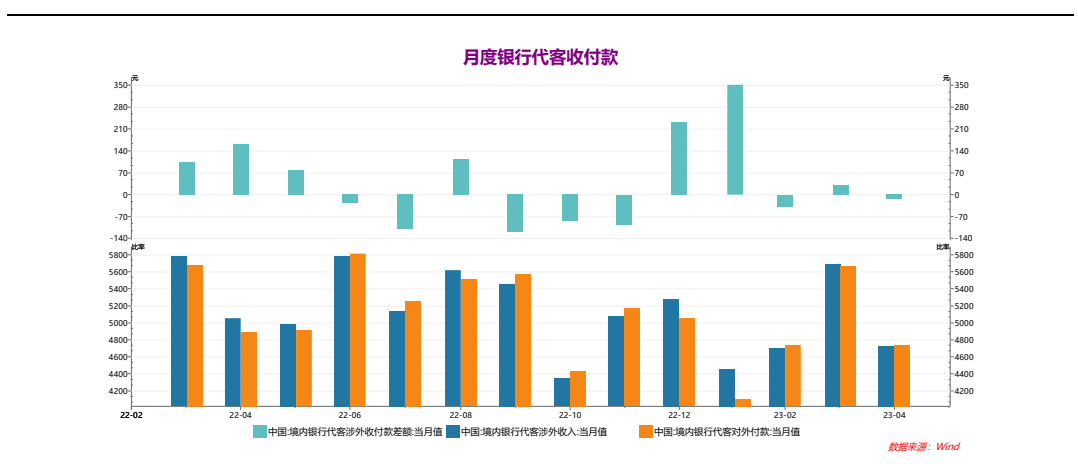
在金融与储备性质账户上,逆差 120.28 亿美元,前值逆差 182.99 亿美元,其中,直接投资出现 36.39 亿美元逆差,前值为逆差 28.99 亿美元;证券投资逆差 28.41 亿美元,前值逆差 83.56 亿美元。

由此可见,4 月份结售汇顺差主要是因为经常项目结售汇顺差,特别是来源于货物贸易顺差。金融与储备性质账户结售汇继续逆差,其中,直接投资结售汇逆差扩大。

## 二、银行代客收付款分析

4 月银行代客收付款逆差 14.05 亿美元,前值顺差 28.89 亿美元。经常项目顺差,环比回落,非储备金融项目顺差则继续逆差,直接投资持续逆差,但有所萎缩。

图9：月度银行代客收付款

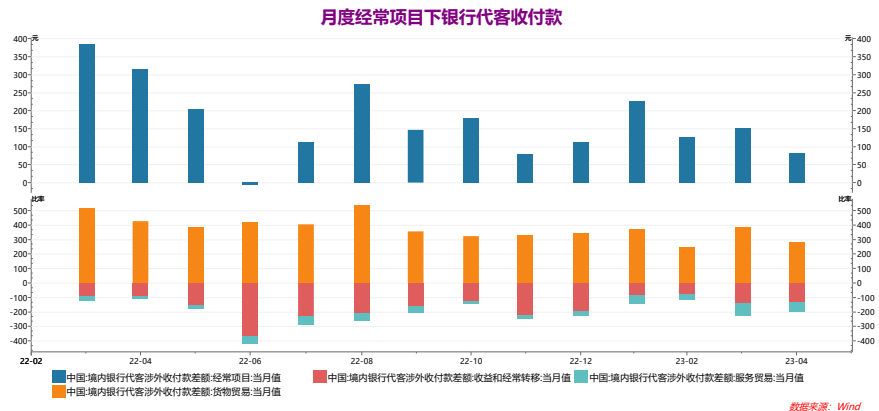


数据来源：Wind、银河期货

在经常项目下,顺差环比回落,报 81.88 亿美元,前值为 150.25 亿美元,货

物贸易顺差环比回升显著，报 282.01 亿美元，前值为 382.13 亿美元。服务贸易逆差从 91.57 亿美元回落到逆差 62.07 亿美元，收益与经常转移项逆差有所回落，报 137.43 亿美元，前值为逆差 140.32 亿美元。

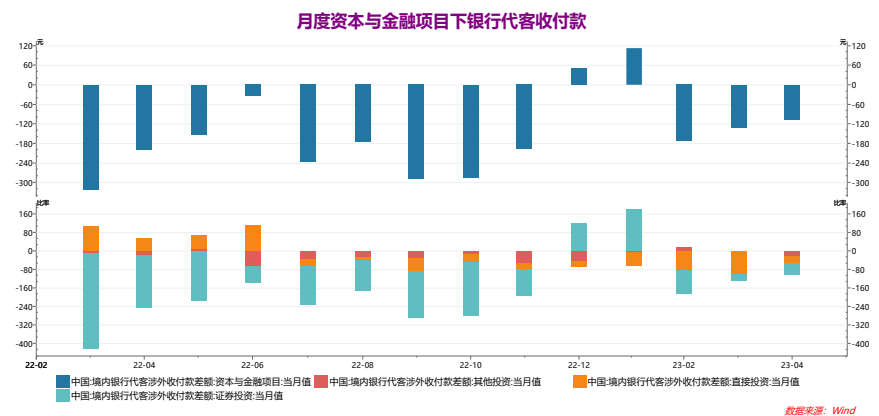
图10：月度经常项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

4月，在资本与金融项目下继续逆差，有所萎缩，报 106.77 亿美元，前值则逆差 130.8 亿美元。其中，在证券投资上，逆差 51.07 亿美元，前值逆差 28.5 亿美元；直接投资继续逆差，但差额有所缩小，报 30.36 亿美元，前值报-98.29 亿美元；其他投资则逆差 24.61 亿美元，前值为逆差 3.86 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、银河期货

从陆港通的净买入资金量看，1月的净流入达到1125.31亿元的新高度后，2月陆港通资金的净流入明显减少，3月和4月连续出现了净流出，4月净流出环比提升明显。

债券方面，尽管去年12月境外投资者出现了增持，但1月和2月的债券通下境外投资者持有量再度连续出现减少。3月也仅仅增持35亿元，而且在中央登记公司下的高等级债券依旧减持了301亿元，前值减持800多亿元。4月数据报没有公布，有待于观察。

图12：陆港通与港股通净买入比较（月）

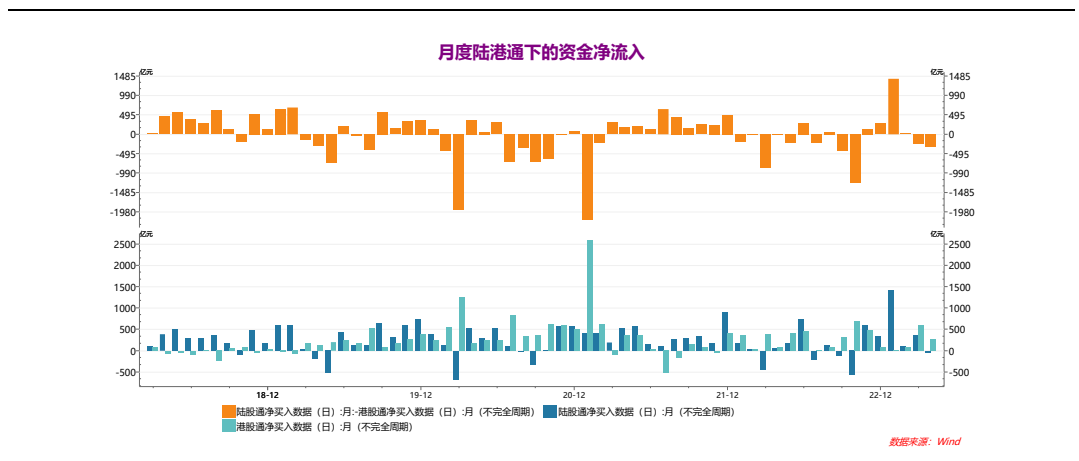
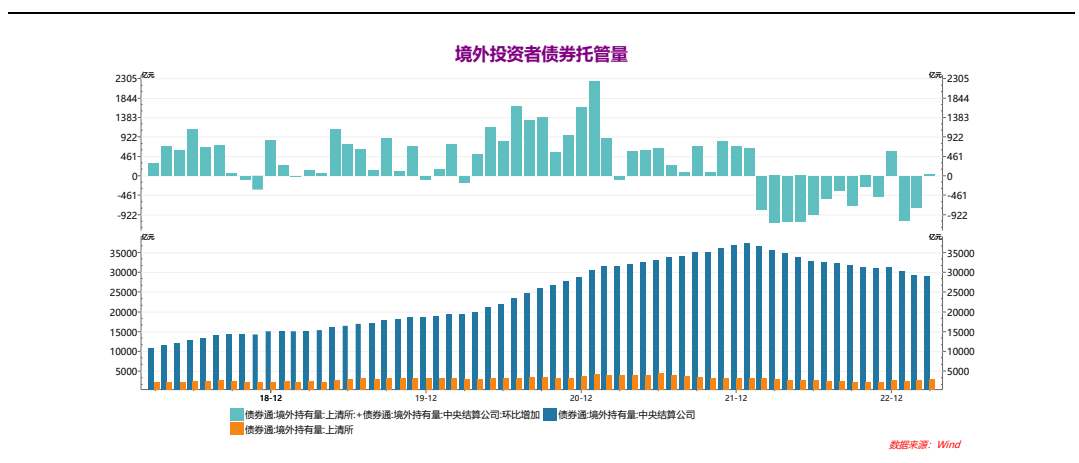


图13：债券通下境外债券持有量变动



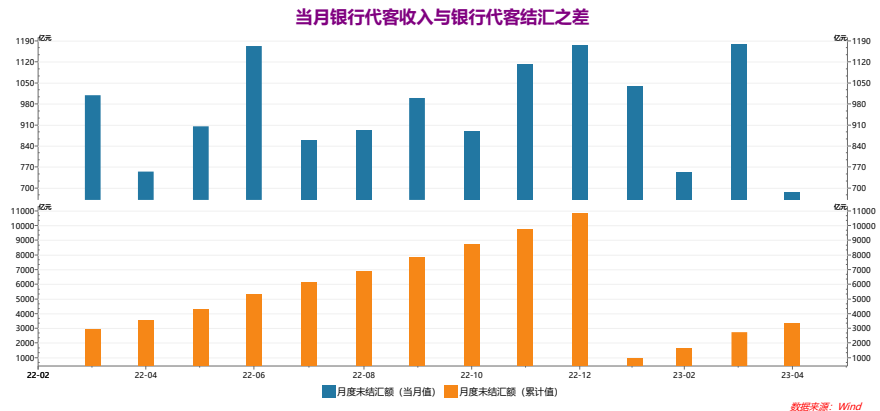
数据来源：Wind、银河期货

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，4



月报 685.82 亿美元，前值报 1177.59 亿美元，去年同期报 755.3 亿美元。环比回落明显。显示外汇收入企业在 4 月借汇率回落急于结汇的心态有所回升。但从累计看，报 3342.8 亿美元，低于去年同期的 3531.85 亿美元。

图14：当月银行代客收入与银行代客结汇之差

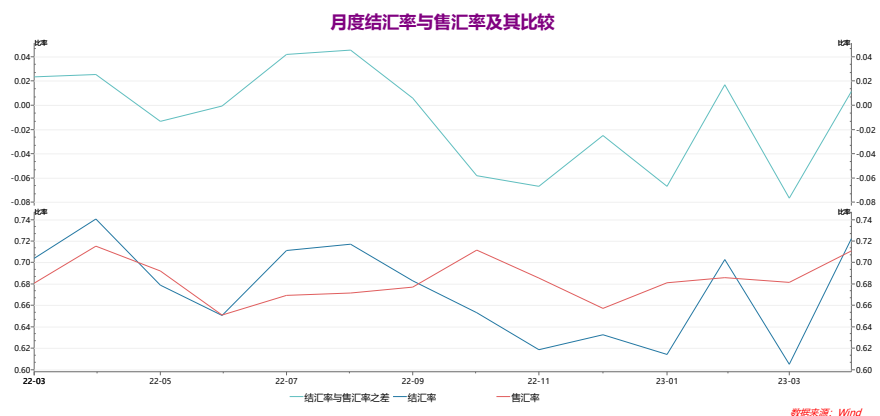


数据来源：Wind、银河期货

### 三、结汇率与售汇率分析

从 4 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率从 60.5% 回升到 72.2%，售汇率则从 68.2% 回升到 71.1%，结汇率和售汇率之差再度转正，报 1%，前值为 -8%。

图15：月度结汇率与售汇率及其比较



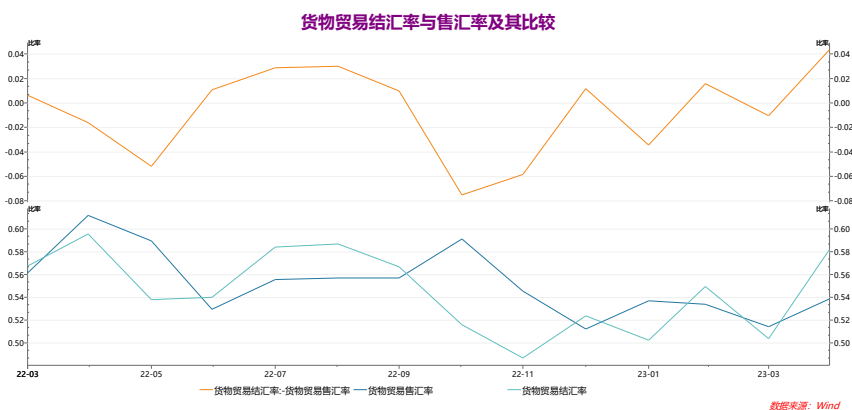
数据来源：Wind、银河期货

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 57.58%，前值为 47.69%，回升明显，实际售汇率也出现回升，报 63.19%，前值为 59.36%，实际结售汇率之差-5.6%。

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 53.87%，均有回升。但前者回升更加明显，两者差值从-1%上升到 4%。

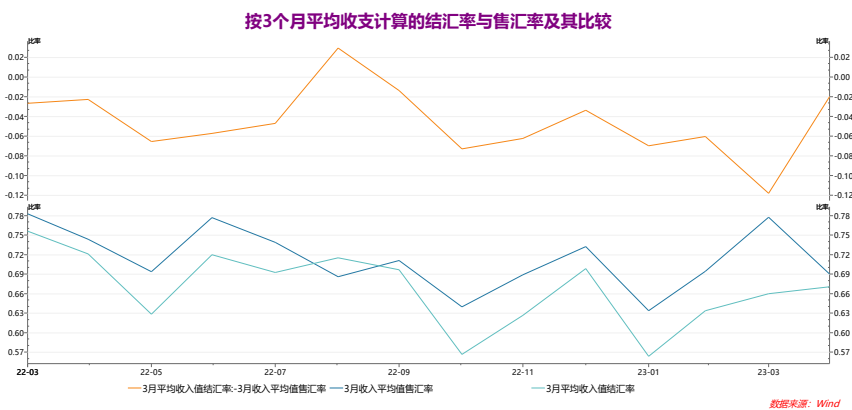
图16：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



数据来源：Wind、银河期货

由于外汇收支和结售汇存在着时间差，为了更好地客观反映结售汇率的变动，按照 3 个月平均外汇收支计算的结汇率和售汇率看，结汇率从 66%回升到 67%，售汇率也从 78%回落到 69%，结汇率和售汇率之差倒挂值萎缩明显，报-2%，前值为-12%。

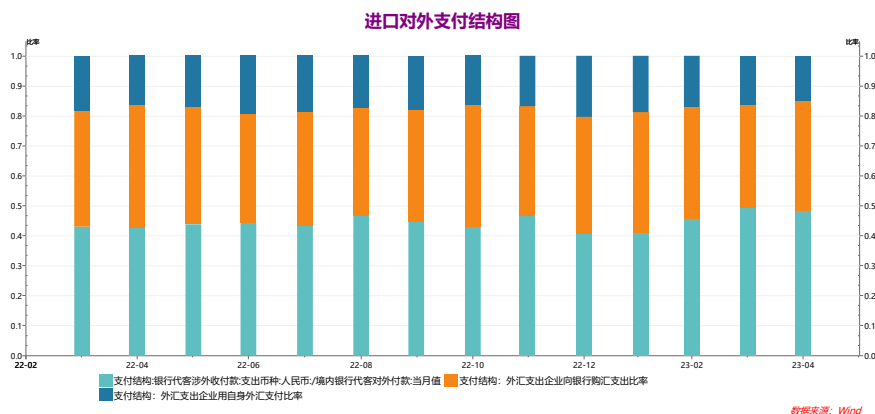
图17：按3个月平均收支计算的结汇率与售汇率及其比较



数据来源：Wind、银河期货

从支付的结构看，用人民币支付占 48%，有所回落。企业向银行购汇支付报 37%，高于前值的 35%；进口企业用自身持有外汇支付占比为 15%，低于前值的 16%，显示 4 月人民币汇率回落下，进口购汇因为成本提升而积极性回落。数据显示，4 月外汇存款余额报 8819 亿美元，低于前值的 9511 亿美元，新增-296 亿美元。4 月新增外汇贷款-213 亿美元，前值为 181 亿美元。

图18：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，4 月反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇数据持续顺差，顺差环比回升，外汇供求挂关系有所改善；原因在于 4 月人民币兑美元走弱，导致低买高卖，反映了汇率对市场供求关系的自发调节作用，结汇率回升明显，同时，当月未结汇额回落，结售汇率再度转正。

从一季度和前 4 月的汇率走势与结售汇关系看，我们不难发现这样的规律，即在美元兑人民币汇率高于或接近 6.95 元，结汇就会增加，而当美元兑人民币汇率低于 6.85 元以下，结汇就会减少

但同时要注意到，汇率波动对售汇率影响有限，尽管汇率4月回落，但售汇率依旧回升，显示出外汇支出企业对汇率走弱的预期。特别是扣除掉当月远期履约额的实际售汇率从59.36回升到63.19%。

银行代客收付款转为逆差，经常项目顺差，环比回落，非储备金融项目顺差则继续逆差，特别是直接投资持续逆差，但有所萎缩。

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