

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

汇率自发调节作用依旧有效，但预期效应也在起作用

——5月外汇市场供求关系分析

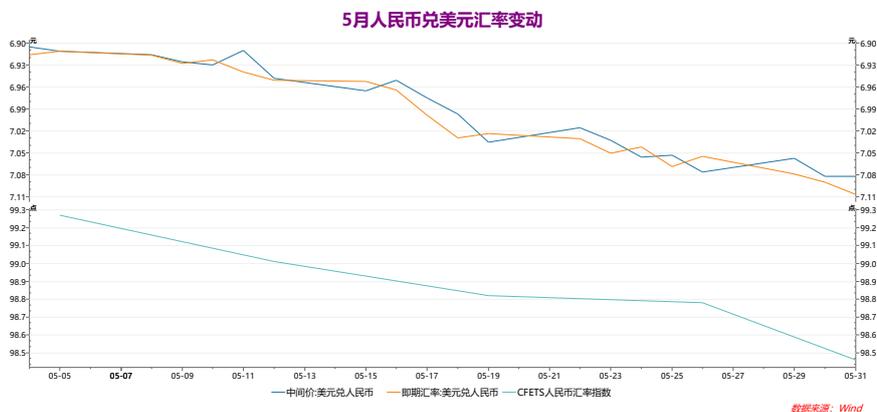
正文：

今天早些时候，国家外汇管理局公布反映外汇市场供求关系的5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，但代客外汇收入转逆差为顺差。结汇率和售汇率正向差值走高，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，但环比小幅回落。

一、银行结售汇数据分析

如下图所示，人民币兑美元汇率在5月出现了明显的回落，击破了7元心理关口。全月兑美元即期汇率从6.93元回落到7.1065元。人民币汇率指数(CFETS)也出现回落，从99.52回落到98.46点。

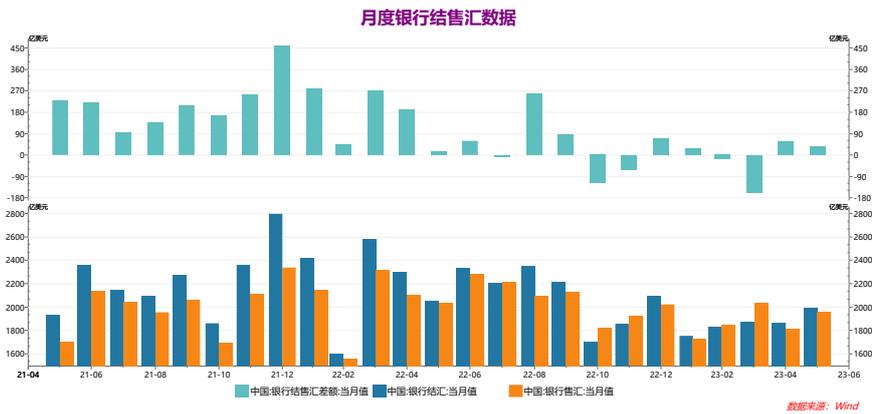
图1：5月人民币兑美元汇率变动



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

从银行的结售汇数据看，5月银行结售汇转逆差为顺差，报33.34亿美元，前值报54.55亿美元。结售汇环比回升，售汇环比相对更加明显。

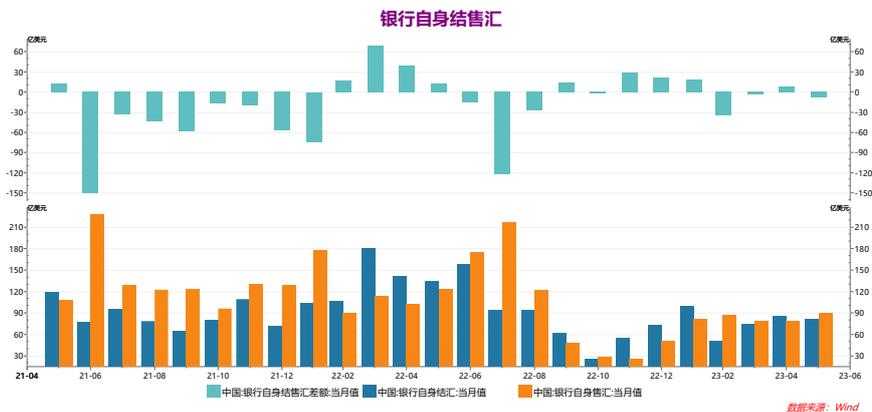
图2：月度银行结售汇数据



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

银行自身的结售汇逆差8.31亿美元，前值报顺差7.56亿美元。

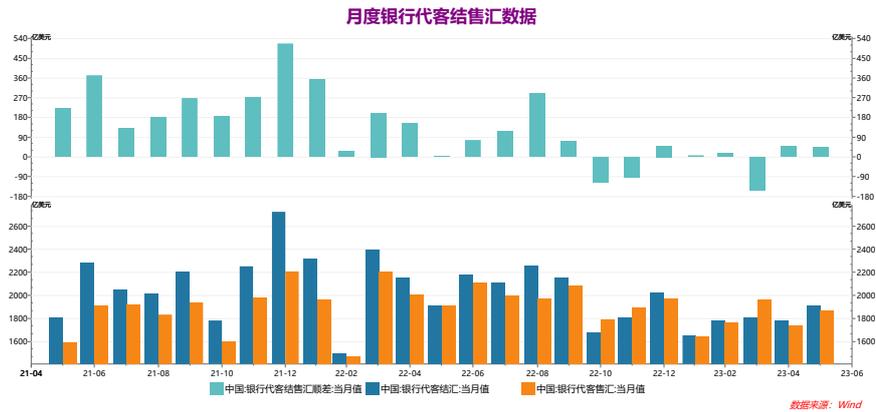
图3：银行自身结售汇



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

银行代客结售汇顺差报41.65亿美元，前值顺差报46.99亿美元。结汇和售汇环比双双回升。

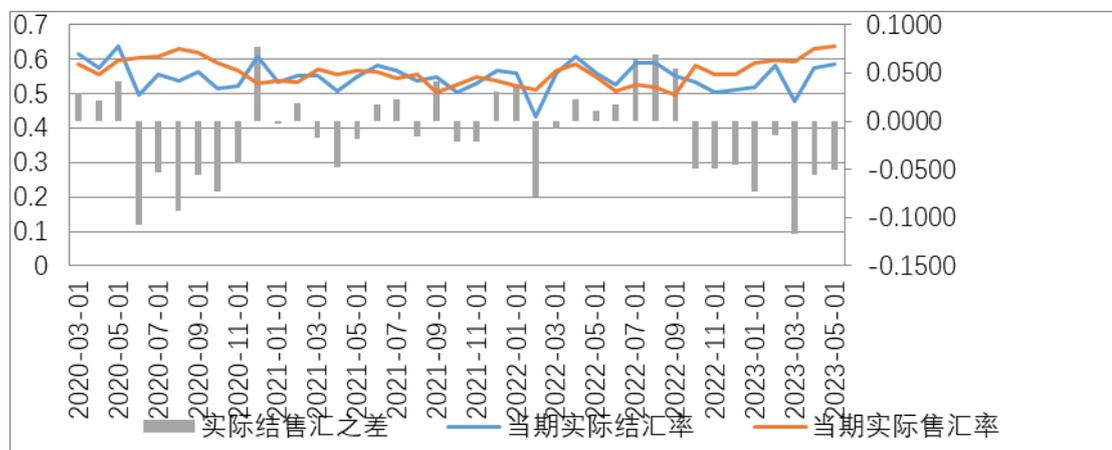
图 4：月度银行代客结售汇数据



资料来源：银河期货 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 352.95 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 175.77 亿美元，扣除掉远期合约在 5 月的履约额，5 月银行实际代客完成的结汇数据为 1558.7 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1694.22 亿美元，其差额为逆差 135.53 亿美元，前值为逆差 121.92 亿美元。按此计算的 actual 结汇率为 58.7%，前值为 57.58%，持续明显，实际售汇率也出现回升，报 63.78%，前值为 63.19%，实际结售汇率之差-5.08%。前值报-5.6%。

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

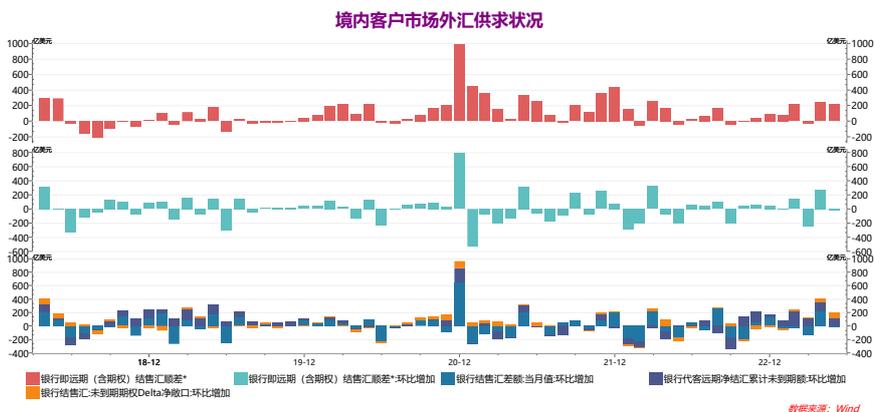


资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

5 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 216.89 亿美元，前值为顺差 237.37 亿美元。环比减少了 20.47 亿美元。其中，银行即期代客结售汇顺差 41.65 亿美元，环比减少了 5.34 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比增加了 107.24 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 75.92 亿美元。

两项合计，外汇衍生品交易外汇增加供应 183.56 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 183.56 亿美元外汇，上月净卖出 182.82 亿美元）

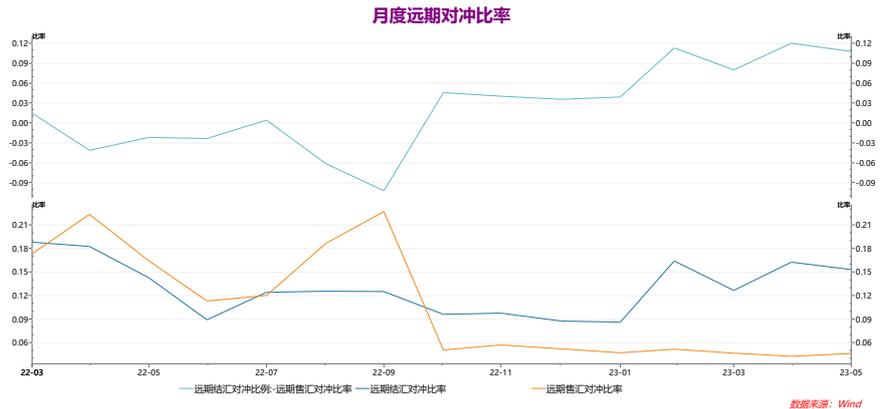
图 6：境内客户市场外汇供求状况



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

从远期对冲比率看，5 月远期结汇对冲比率 16.2%回落到 15.3%，显示结汇企业担心汇率回升的心态回落。但售汇对冲比率从 4.2%回升到 4.6%，显示出其对人民币进一步回升担心回升。当月，人民币兑美元的即期询价成交量报 8952.74 亿美元，明显高于 4 月的 7160 亿美元。

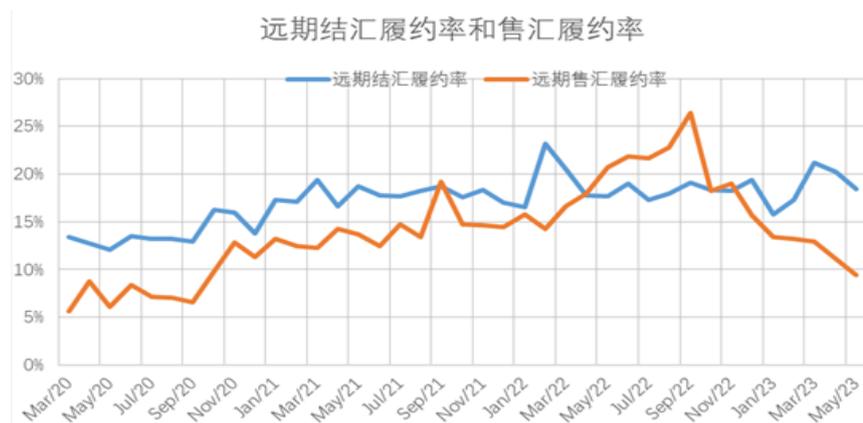
图 7：月度远期对冲比率



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

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 20.27% 回落到 18.46%，售汇履约率则从 11% 回落到 9.4%。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一定力度。

图 8：月度远期合约履约率



资料来源：银河期货 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 129.03 亿美元，前值顺差 167.26 亿美元。其中，货物贸易顺差 276.43 亿美元，前值为顺差 262.06 亿美元；服务贸易逆差 67.72 亿美元，前值逆差 73.77 亿美元；收益与经常转移项逆差 79.68

亿美元，明显高于前值逆差 21.02 亿美元。

在金融与储备性质账户上，逆差 87.38 亿美元，前值逆差 120.28 亿美元，其中，直接投资出现 12.97 亿美元逆差，前值为逆差 36.39 亿美元；证券投资逆差 43.39 亿美元，前值逆差 28.41 亿美元。

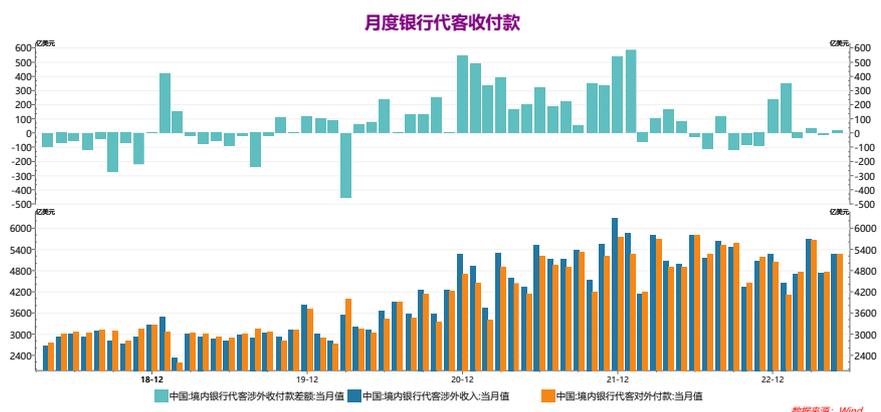
由此可见，5 月份结售汇顺差主要还是因为经常项目结售汇顺差，特别是来源于货物贸易顺差。金融与储备性质账户结售汇继续逆差，但是，直接投资结售汇逆差萎缩。

二、银行代客收付款分析

5 月银行代客收付款顺差 18.89 亿美元，前值逆差 14.05 亿美元。

经常项目顺差，货物贸易顺差回升，非储备金融项目顺差则继续逆差，直接投资持续逆差，逆差额有所扩大。

图 9：月度银行代客收付款

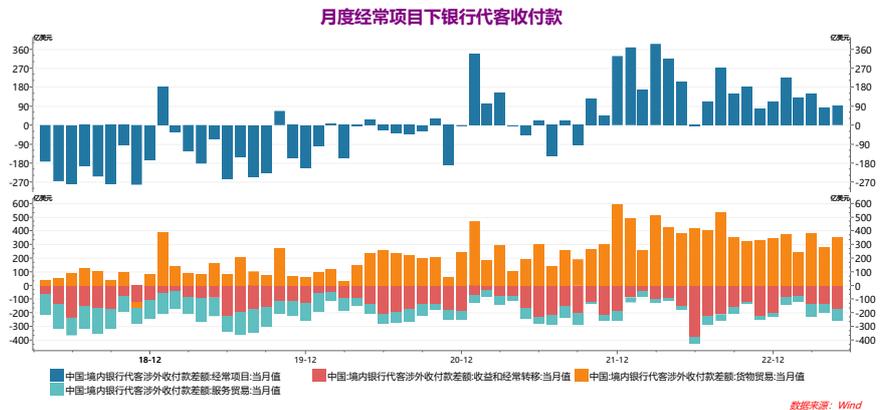


资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

在经常项目下，顺差环比回升，报 91.7 亿美元，前值为 81.88 亿美元，货物贸易顺差环比回升显著，报 350.95 亿美元，前值为 282.01 亿美元。服务贸易逆差

从 62.07 亿美元回升到逆差 81.98 亿美元，收益与经常转移项逆差有所回升，报 177.27 亿美元，前值为逆差 137.43 亿美元。

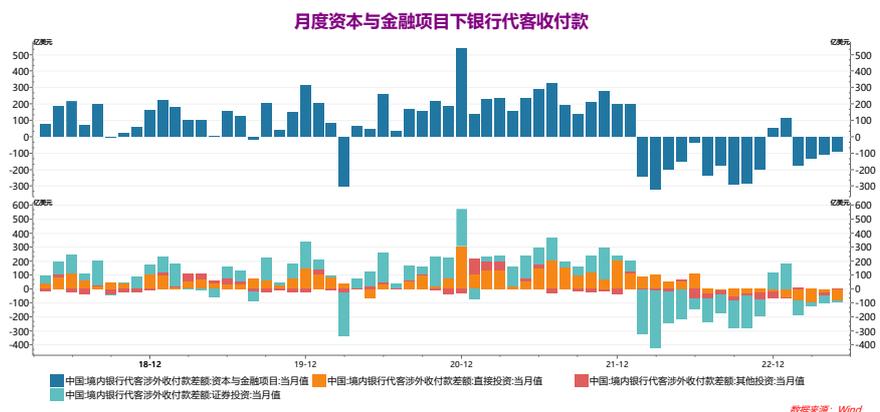
图 10：月度经常项目下银行代客收付款



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

5 月，在资本与金融项目下继续逆差，有所萎缩，报 89.49 亿美元，前值则逆差 106.77 亿美元。其中，在证券投资上，逆差 8.83 亿美元，前值逆差 51.07 亿美元；直接投资继续逆差，但差额有所扩大，报 82.06 亿美元，前值报 -30.36 亿美元；其他投资则顺差 1.42 亿美元，前值为逆差 24.61 亿美元。

图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款

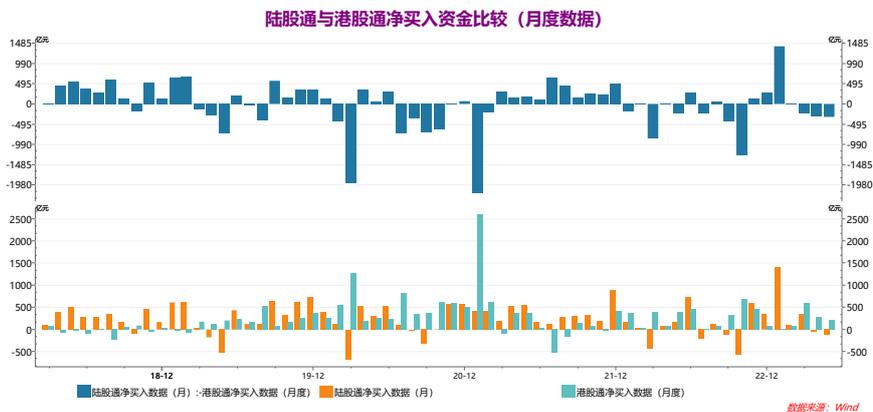


资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

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，5月净流出环比继续提升。

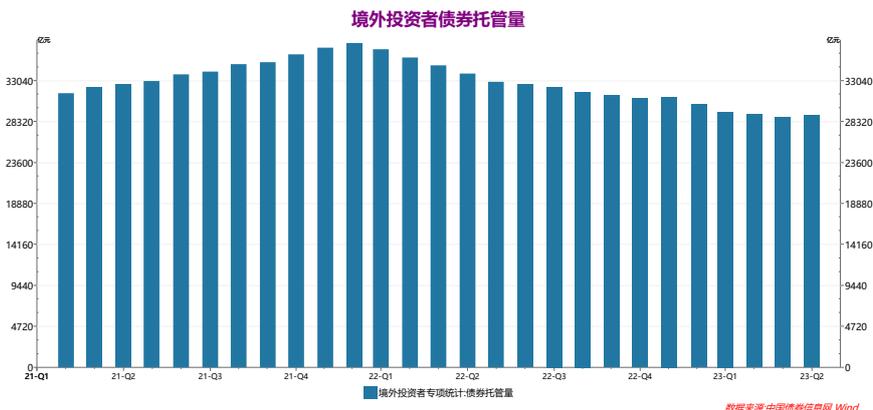
图 12: 陆股通与港股通净买入资金比较 (月度数据)



资料来源: 银河期货 外汇管理局 WIND

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月回落态势延续。5月境外投资者债券托管量有所回升，增加了191.95亿元。

图 13: 境外投资者债券托管量

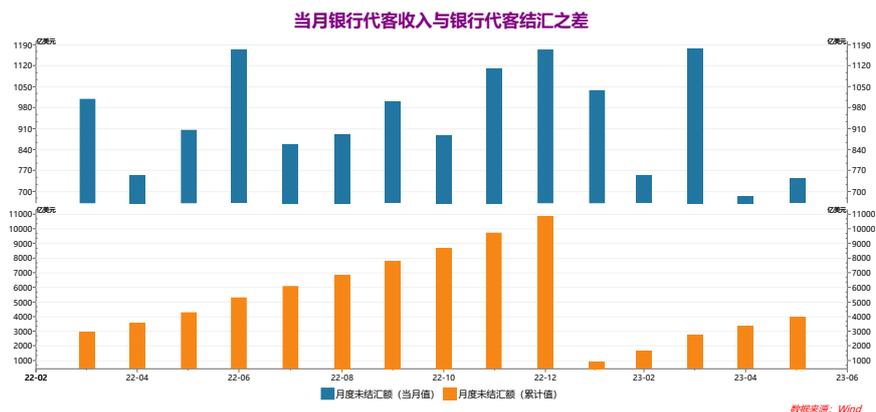


资料来源: 银河期货 外汇管理局 WIND

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，5

月报 743.5 亿美元，前值报 685.82 亿美元，去年同期报 905.34 亿美元。环比回升。显示外汇收入企业在 5 月汇率呈现明显回落趋势的情况下，持汇待沽的心态回升。从累计数看，报 4004.73 亿美元，低于去年同期的 4302.31 亿美元。

图 14: 当月银行代客收入与银行代客结汇之差

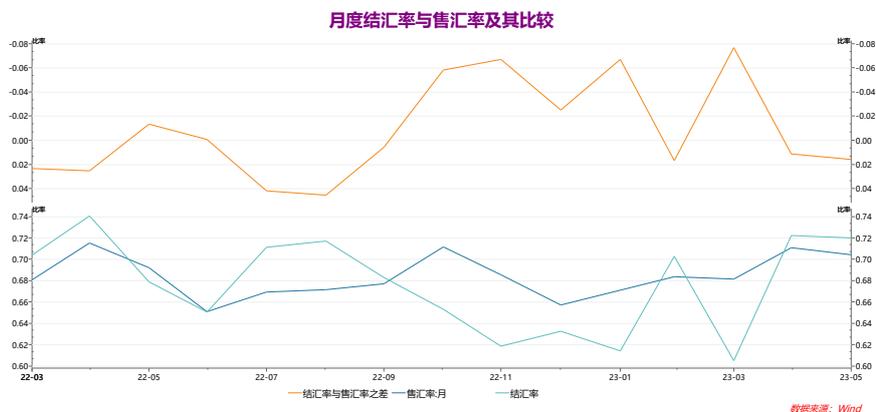


资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

三、结汇率与售汇率分析

从 5 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率从 72.2% 回落到 72%，售汇率则从 71.1% 回落到 70.4%，结汇率和售汇率之差报 2%，前值为 1%。

图 15: 月度结汇率与售汇率及其比较



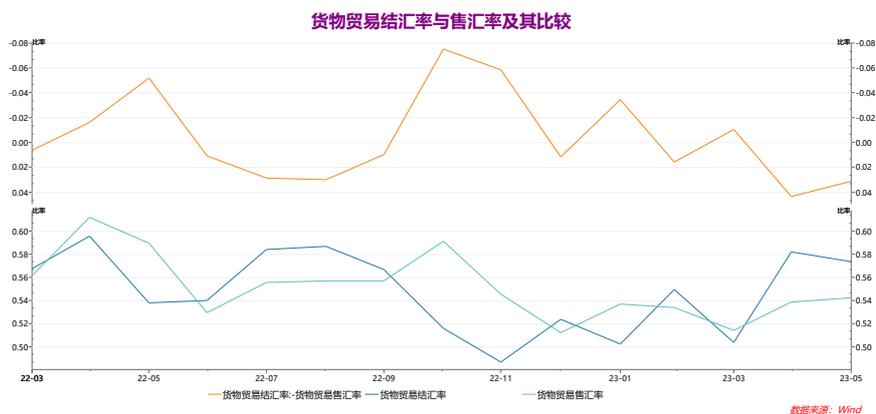
资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

前文已经分析，如果扣除掉远期合约在当月的履约额，按此计算的按此计算

的实际结汇率为 58.7%，前值为 57.58%，实际售汇率也出现回升，报 63.78%，实际结售汇率之差-5.08%。前值报-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 57.4%和 54.23%，前者回落，后者回升，更加明显，两者差值从 4%缩小到 3%。

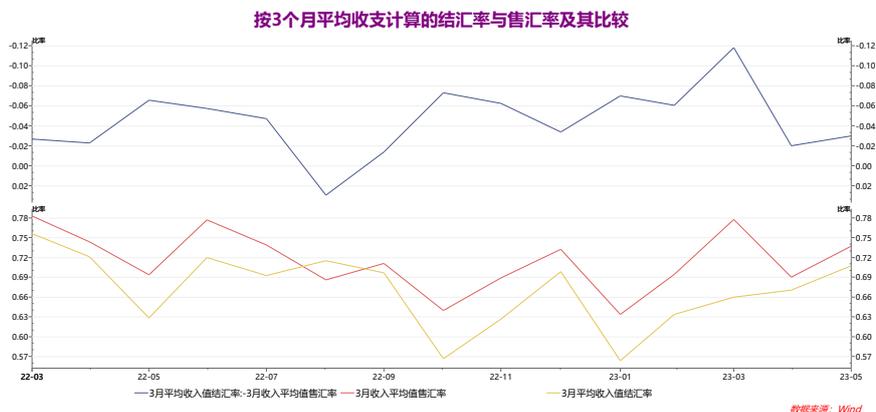
图 16: 货物贸易结汇率与售汇率及其比较



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

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 67%回升到 71%，但售汇率也从 69%回升到 74%，结汇率和售汇率之差倒挂值扩大，报-3%，前值为-2%。

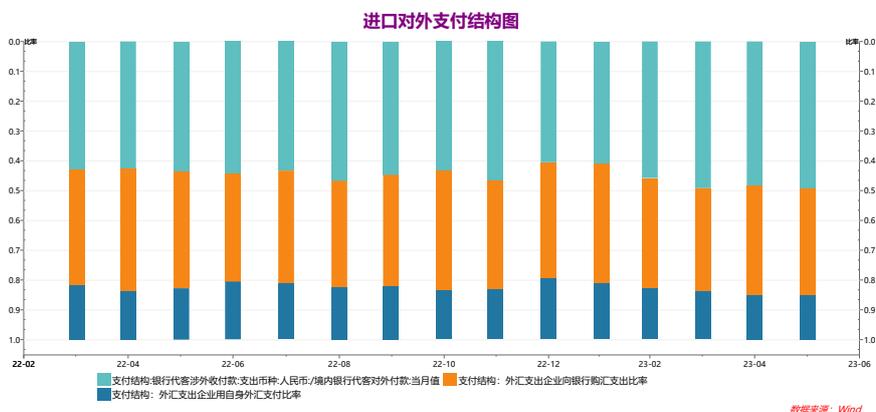
图 17: 按 3 个月平均收支计算的结汇率与售汇率及其比较



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

从支付的结构看，用人民币支付占 49%，继续回升。企业向银行购汇支付报 36%，低于前值的 37%；进口企业用自身持有外汇支付占比为 15%，持平于前值，显示 5 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，5 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。5 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



资料来源：银河期货 外汇管理局 WIND

四、综述

综上所述，5 月在人民币兑美元出现明显回落的情况下，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，但顺差环比小幅下降，结汇率依旧处于相对高位，回落有限，其中扣除掉远期结汇履约率的实际结汇率和按照 3 月平均收入计算的结汇率依旧上升，显示在汇率对结汇率的自动调节作用依旧明显。售汇率也有回落，但是，其中扣除掉远期售汇履约率的实际售汇率、按照 3 月平均收入计算的结汇率以及贸易进口结汇率依旧上升明显，显示出进口企业依旧担心人民币汇率的回落而加大其进口成本。总体看，汇率对市场供求关

系的自发调节作用依旧在发挥，但市场的预期偏向人民币汇率走低。同时，当月未结汇额环比回升，但累计未结汇额明显低于去年同期。

银行代客收付款转为顺差，经常项目顺差，非储备金融项目顺差则继续逆差，直接投资持续逆差，而且有所扩大。值得继续关注和警惕，而且，经常项目下收益与经常转移项逆差也有所回升。证券投资项有所改善，主要是境外投资者托管量5月增加。

央行一直强调，汇率难以预测和不可预测，央行一再呼吁“汇率风险中性”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。在目前的情况下，进口企业应更关注汇率风险。

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