

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

## 结售汇率变动不大，供求关系偏紧依旧

### ——1月外汇市场供求关系分析

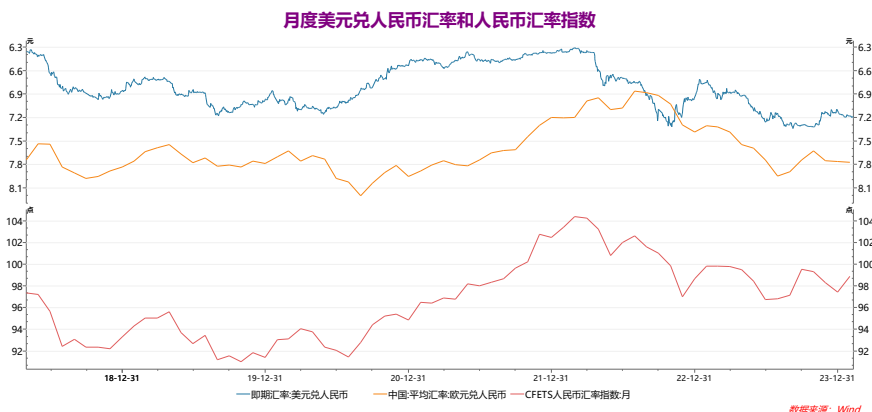
#### 正文：

今天晚上，国家外汇管理局公布反映外汇市场供求关系的1月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，1月结汇率变动不大，并没有出现所谓的节前结汇拥挤效应，结售汇依旧倒挂，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，并有所扩大，说明供求关系改善但依旧偏紧。

#### 一、银行结售汇数据分析

如下图所示，1月在震荡中总体回落，尽管间或反弹，全月兑美元即期平均汇率从7.1039元回落到7.1060元，全月兑美元即期汇率从7.0920元回落到7.1795元。但人民币汇率指数（CFETS）却在美元指数的带动下出现回升，从97.42回升到98.89点。1月美元指数从101.38点回升到103.52点。

图1：1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，1月银行结售汇继续逆差，逆差环比再度回升，报逆差 98.72 亿美元，前值报逆差 43.64 亿美元。结售汇环比均有回升，售汇环比回升更为明显。银行自身的结售汇逆差 25.85 亿美元，前值报逆差 13.16 亿美元。1月银行自身结汇环比萎缩更加明显。

图 2：月度银行结售汇数据

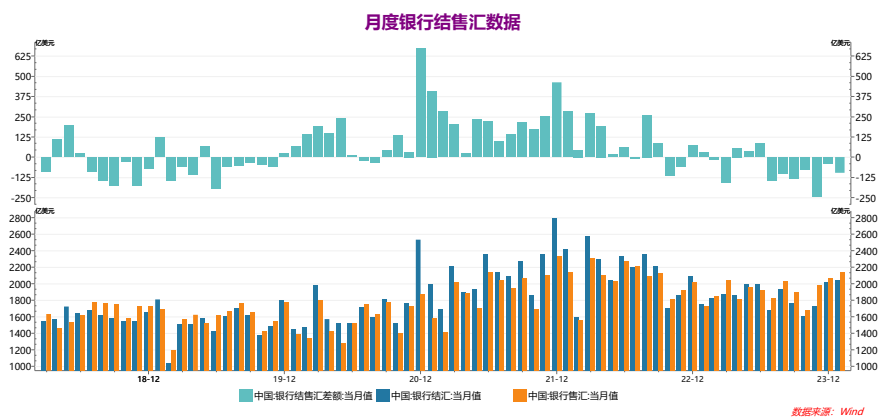
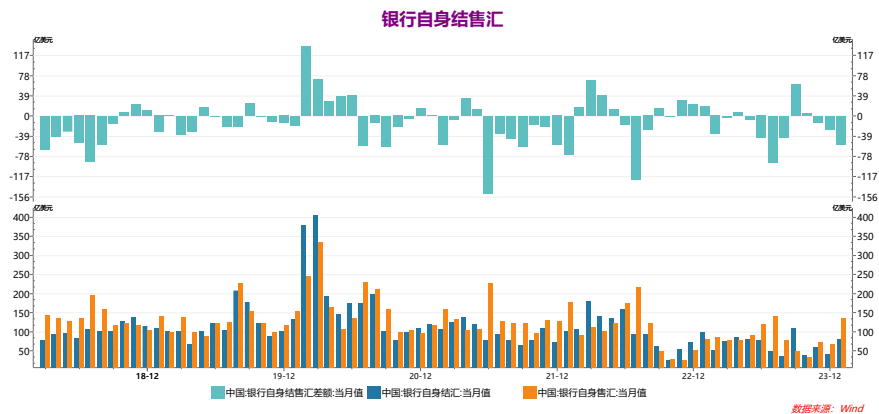


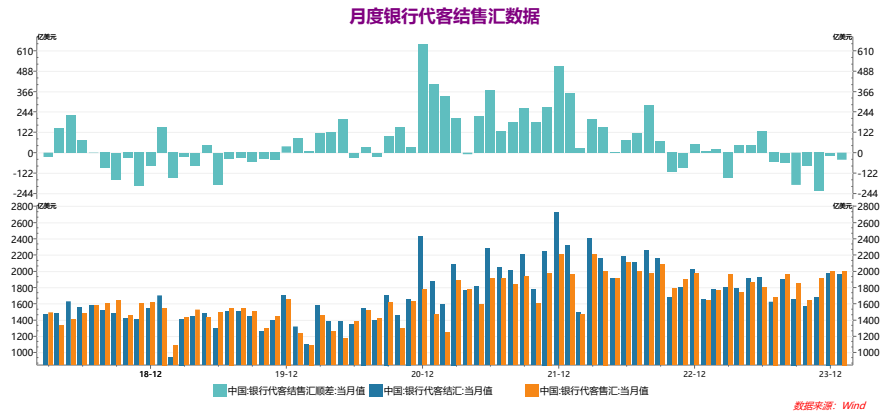
图 3：银行自身结售汇



数据来源：Wind、银河期货

银行代客结售汇逆差报 43.75 亿美元，前值逆差报 17.78 亿美元。售汇环比回升，结汇环比回落，但不明显。

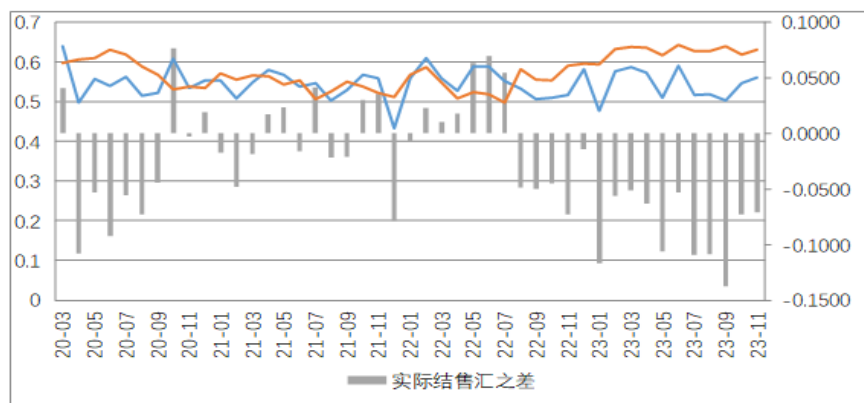
图 4：月度银行代客结售汇数据



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 275.51 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 119.31 亿美元，扣除掉远期合约在 1 月的履约额，1 月银行实际代客完成的结汇数据为 1686.19 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1886.15 亿美元，其差额为逆差 199.96 亿美元，前值为逆差 196.04 亿美元。逆差环比稍有回升。按此计算的实际结汇率为 56%，前值为 54.66%，实际售汇率报 63.11%，前值为 61.93%，实际结售汇率之差报-7.1%，前值报-7.27%。倒挂幅度继续萎缩。

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

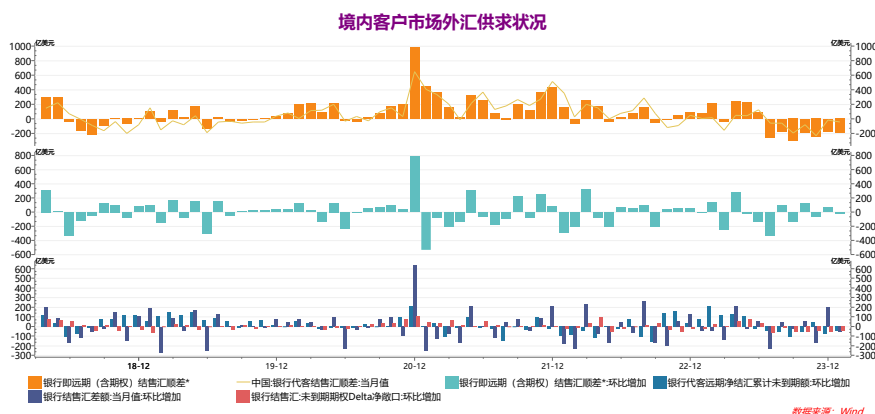


数据来源：Wind、银河期货

1 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 200.19 亿美元，前值为逆差 182.95 亿美元。逆差环比增加了 17.24 亿美元。其中，银行即期结售汇逆差 43.75 亿美元，环比逆差增加了 55.08 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比减少了 49.48 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少了 51 亿美元。

两项合计，外汇衍生品交易外汇减少供应 101.47 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 101.47 亿美元外汇。

图 6：境内客户市场外汇供求状况

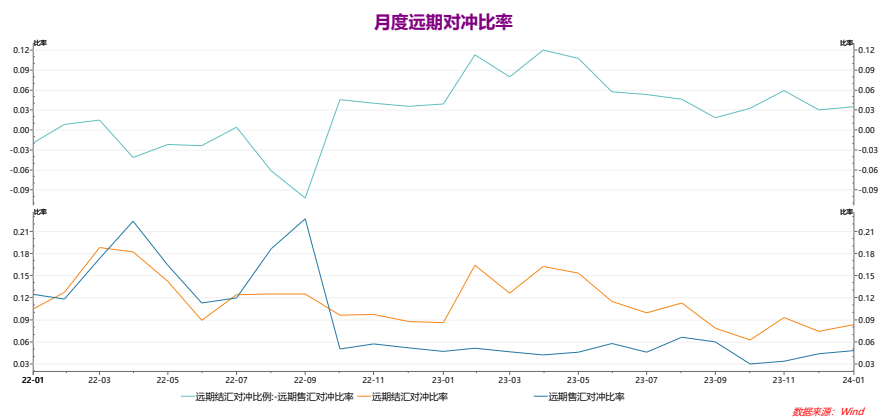


数据来源：Wind、银河期货

从远期对冲比率看，均有所上升，风险意识回升。1 月远期结汇对冲比率 7.4% 回升到 8.3%，显示结汇企业担心汇率回升的心态出现一定回升。而售汇对冲比率也从 4.4% 回升到 4.8%，显示售汇企业担心汇率回升的心态也出现一定回升，但相对而言，售汇对冲率变动不大。1 月的人民币兑美元的即期询价成交量报 7586.42 亿美元，高于去年 12 月的 5719.85 亿美元，8 月平均每天的即期询价成交

量每天为 384 亿美元，9 月平均每天的即期询价成交量每天为 219 亿美元，而 10 月平均每天的即期询价成交量仅仅为 133 亿美元，11 月平均每天的即期询价成交量放大到 232.18 亿美元，12 月平均每天的即期询价成交量放大到 272.37 亿美元，今年 1 月平均每天的即期询价成交量继续放大到 344.84 亿美元，但依旧低于去年 8 月的水平。

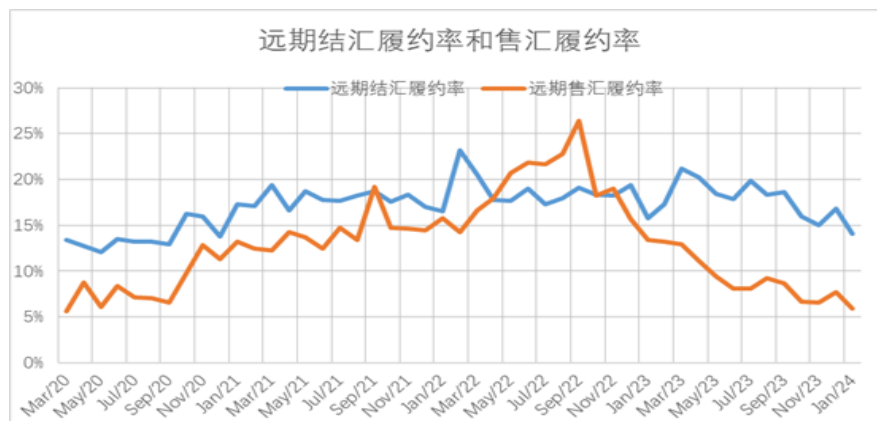
图 7：月度远期对冲比率



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 16.8% 回落到 14.04%，售汇履约率也从 7.73 % 回落到 5.94%。结汇履约率继续明显高于售汇履约率，结汇履约率回落更加明显，显示结汇方对汇率升值担心缓解。之所以结汇履约率和售汇履约率与远期结汇对冲比率和远期售汇对冲比率有不同方向的变动，在于是先前几个月进行远期对冲的结果，并不反映当月市场各方的看法。

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 71.91 亿美元,前值顺差 91.49 亿美元。其中,货物贸易顺差 259.74 亿美元,前值为顺差 305.17 亿美元,出现回落;服务贸易逆差 178.67 亿美元,前值逆差 206.74 亿美元,逆差萎缩;收益与经常转移项逆差 9.16 亿美元,前值逆差 6.94 亿美元,逆差有所扩大。

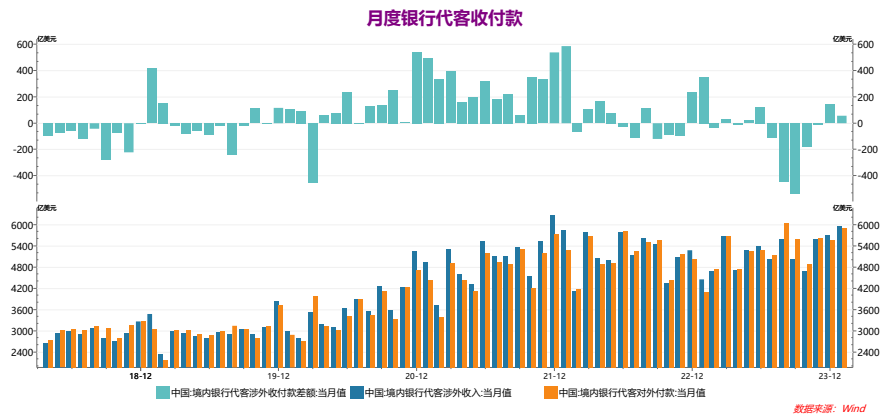
在金融与储备性质账户上,逆差 115.67 亿美元,前值逆差 109.28 亿美元,其中,直接投资出现 32.1 亿美元逆差,前值为 33.31 亿美元,逆差稍有萎缩;证券投资逆差 50.05 亿美元,而前值逆差 29.28 亿美元,逆差扩大。

由此可见,1 月份结售汇环比回落主要是因为经常项目顺差减少,特别是货物贸易顺差减少明显,服务贸易逆差有所萎缩。金融与储备性质账户结售汇继续逆差,有所扩大,直接投资逆差均有所萎缩,但证券投资结售汇逆差均有所扩大。

## 二、银行代客收付款分析

1 月银行代客收付款顺差 54.89 亿美元,前值顺差 141.01 亿美元,顺差萎缩。

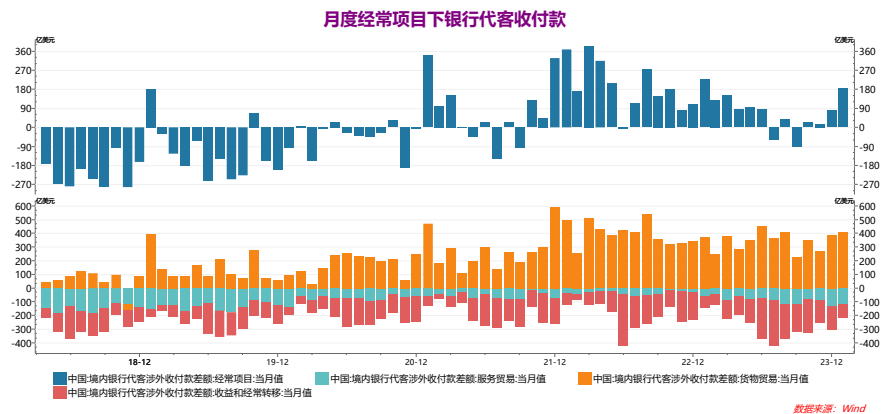
图 9：月度银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

在经常项目下，继续顺差，而且扩大到 183.09 亿美元，前值为顺差 78.64 亿美元，其中，货物贸易顺差环比回升，报 404.81 亿美元，前值为 386.51 亿美元。服务贸易逆差从 136.78 亿美元萎缩到逆差 120.05 亿美元，收益与经常转移项继续逆差，有所扩大，报-101.68 亿美元，前值为逆差 171.08 亿美元。

图 10：月度经常项目下银行代客收付款

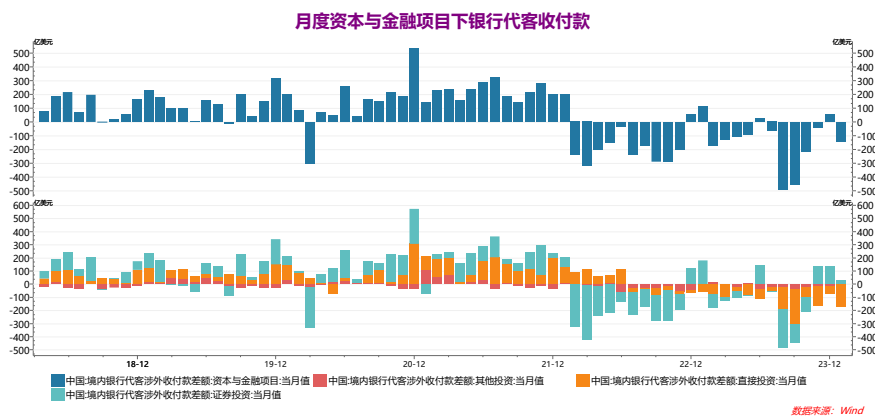


数据来源：Wind、银河期货

1 月，在资本与金融项目下顺差再度转为逆差，报逆差 140.17 亿美元，前值则逆差 51.54 亿美元。其中，在证券投资上，经继续顺差，但明显萎缩，报 28.49 亿美元，前值顺差 129.43 亿美元；但直接投资继续逆差，而且差额环比扩大，报

-170.78 亿美元，前值报-61.72 亿美元；其他投资则顺差 2.53 亿美元，前值为逆差 16.1 亿美元。

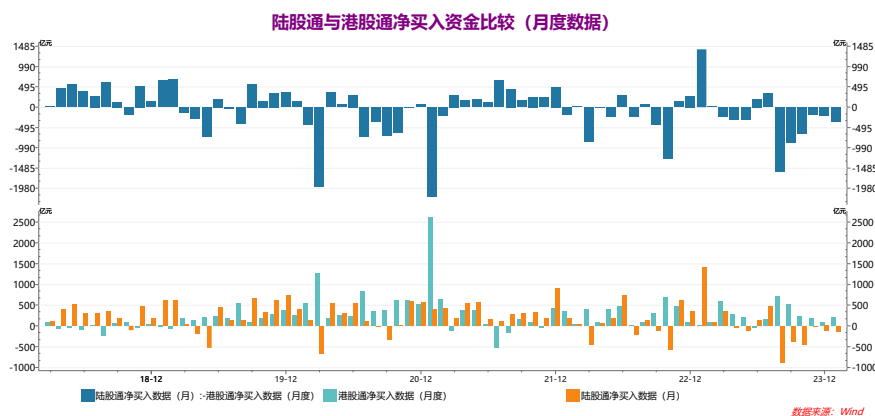
图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

从陆港通的净买入资金量看，1 月陆港通的净买入资金量继续走负，负向差值较 1 月继续有所扩大，达到-145.06 亿元，高于前值的-129.26 亿元。1 月北上资金净卖出量报-351.21 亿元，高于 12 月的-201.6 亿元。

图 12：陆股通与港股通净买入资金比较（月度数据）

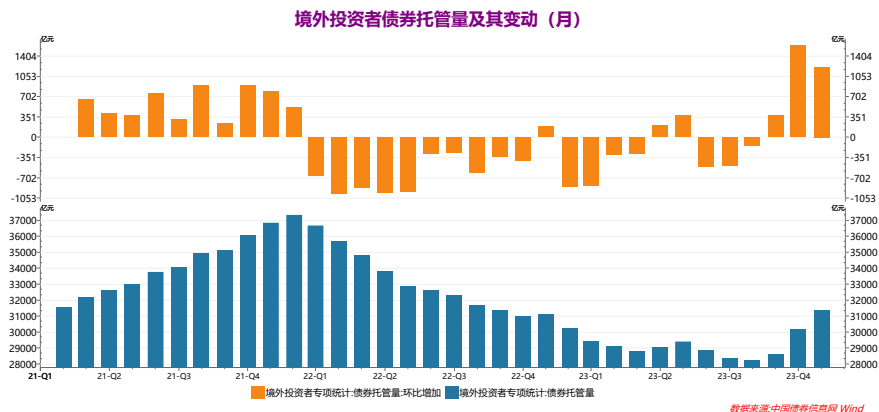


数据来源：Wind、银河期货

债券方面，12 月的境外投资者对债券的托管量增加了 1206.79 亿元，11 月托管量增加了 1572.75 亿元。外管局新闻发言人今天称，1 月外资净增持境内债

券 270 亿美元，相关资金净流入规模保持在历史高位。

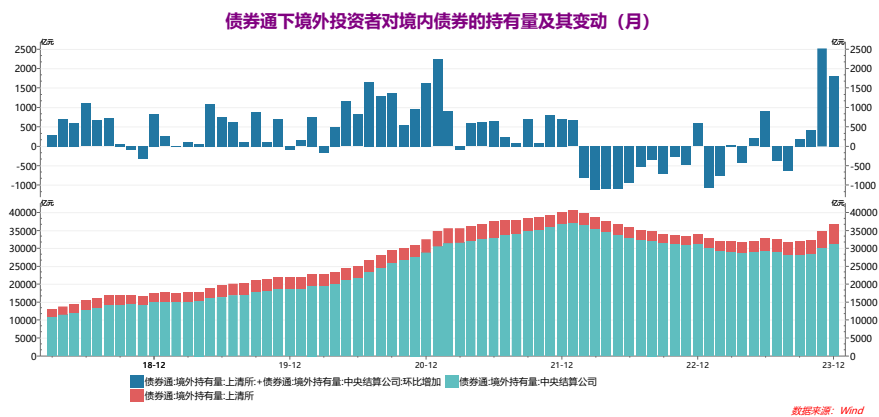
图 13：境外投资者债券托管量及其变动



数据来源：Wind、银河期货

债券通下，12 月境外投资者增持了 1806 亿元债券，但 11 月增持了 2513 亿元债券，创下历史新高。

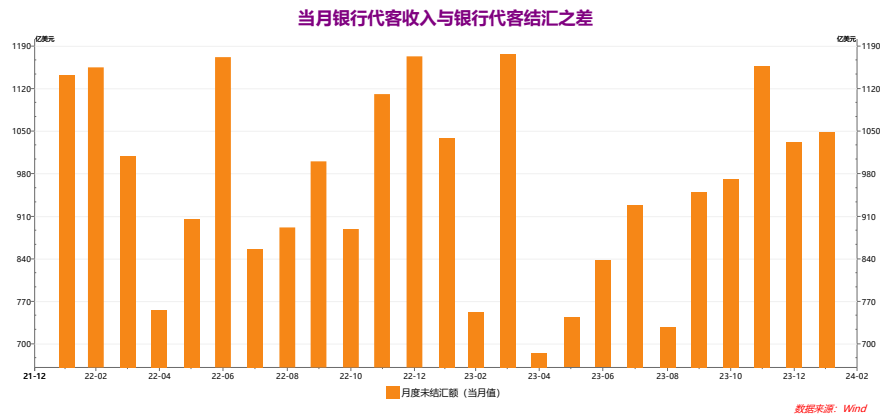
图 14：债券通下境外投资者对境内债券的持有量及其变动 (月)



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，1 月报 1048.88 亿美元，高于前值的 1032.51 亿美元，去年同期报 1038.45 亿美元，但去年有春节错位和汇率大幅反弹的原因。仅从数据看，观望情绪依旧浓厚。前年同期为 1143.03 亿美元。

图 15: 当月银行代客收入与银行代客结汇之差

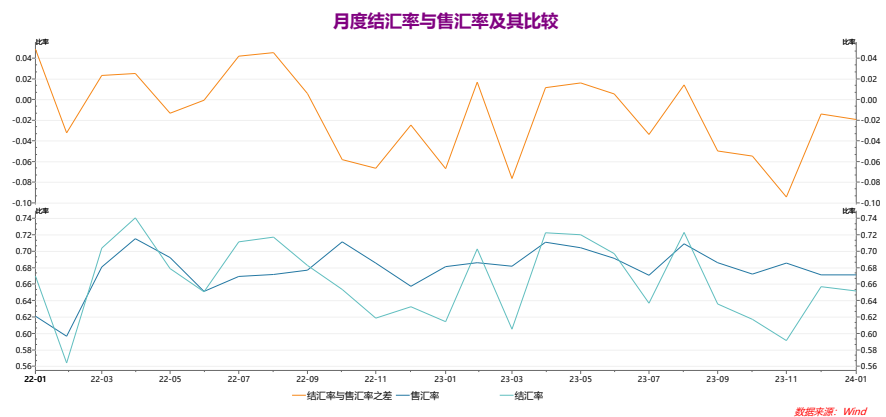


数据来源: Wind、银河期货

### 三、结汇率与售汇率分析

从 1 月的银行代客结汇率与售汇率看, 结汇率从 65.7% 回落到 65.2%, 售汇率则从 67.12% 回落到 67.1%, 结汇率和售汇率倒挂之差大幅扩大到 -1.9%, 前值为 -1.4%。

图 16: 月度结汇率与售汇率及其比较

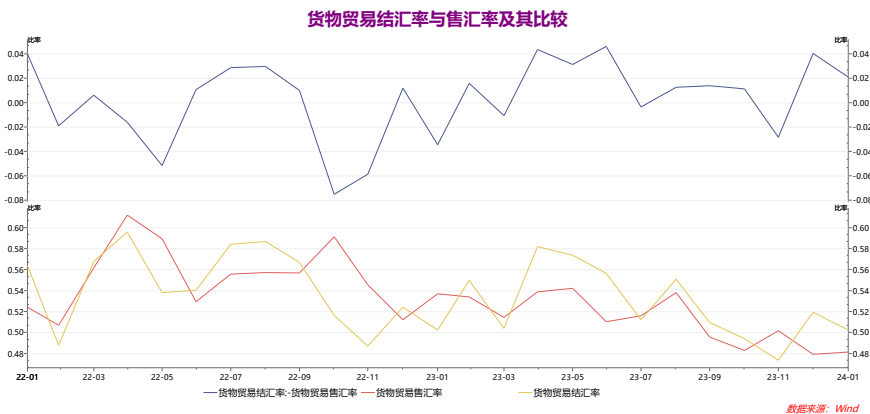


数据来源: Wind、银河期货

前文已经分析, 扣除当月远期履约额后, 按此计算的实际结汇率为 56%, 前值为 54.66%, 实际售汇率报 63.11%, 前值为 61.93%, 实际结售汇率之差报 -7.1%, 前值报 -7.27%。倒挂幅度继续萎缩。

从出口货物贸易结汇率和进口货物贸易售汇率看,分别报为 50.2%和 48.12%,前值分别为 51.9%和 47.9%,两者倒挂差值从+4%缩小为+2%。

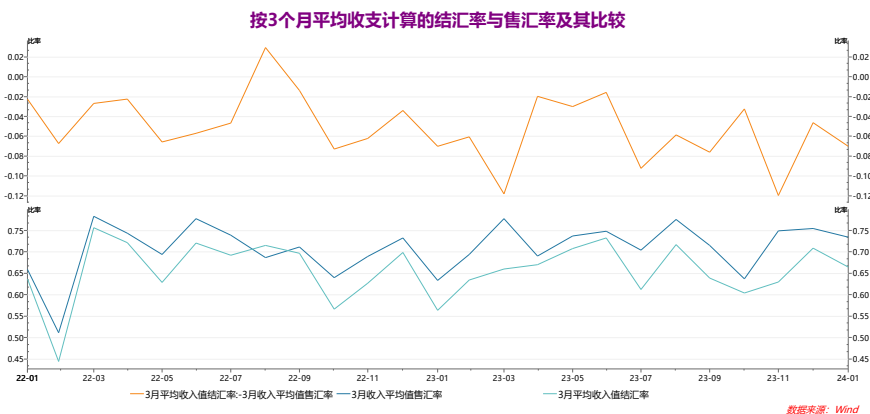
图 17: 货物贸易结汇率与售汇率及其比较



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 71%回落到 66%,售汇率也从 75.4%回落到 73%,结汇率和售汇率之差倒挂值回升,报-7%,前值为-5%。

图 18: 按 3 个月平均收支计算的结汇率与售汇率及其比较

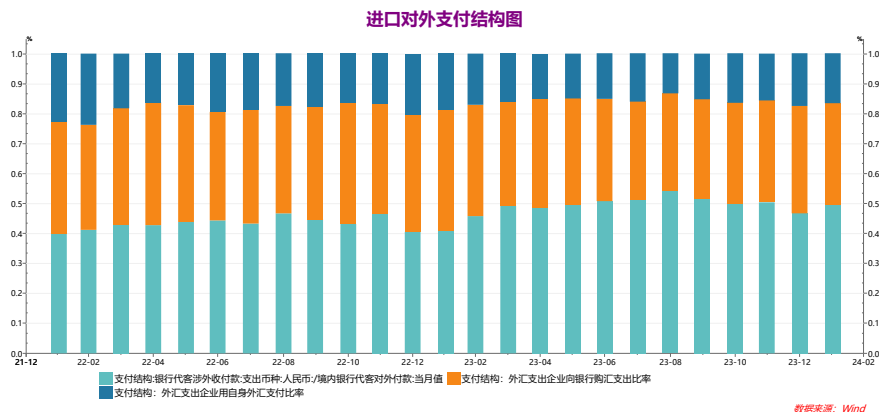


数据来源: Wind、银河期货

从支付的结构看,用人民币支付从 47%回升到 49%,企业向银行购汇支付报

从 36% 回落到 34%，进口企业用自身持有外汇支付占比从 18% 回落到 17%。

图 19：进口对外支付结构图



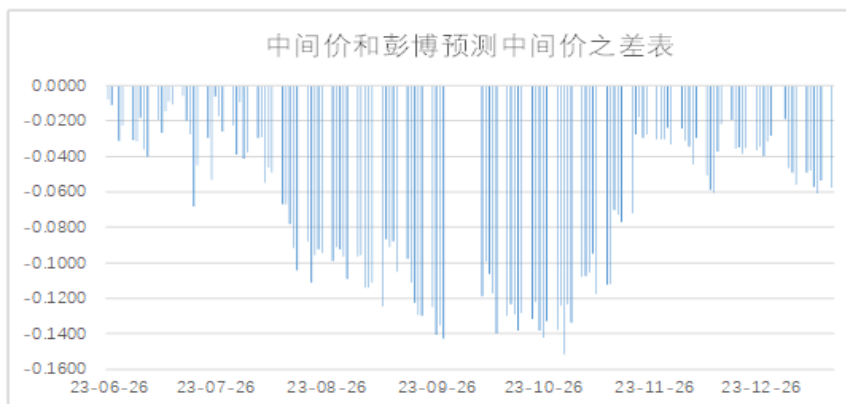
数据来源：Wind、银河期货

综上所述，1 月人民币兑美元的走势总体出现了回落的情况，尽管间或出现了短暂的反弹，结售汇率总体变动不大，也没有出现所谓的节前结汇拥挤效应，银行代收付款顺差减少，结售汇逆差回升，特别是直接投资项目上收付款依旧出现逆差扩大的情形。反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇依旧逆差，并有增加，结售汇率依旧倒挂，尽管扣除远期履约额后的结售汇率倒挂的幅度有所减少，说明市场供求关系依旧偏紧。

尽管央行的《四季度货币政策执行报告》，在有关汇率方面去除了《三季度货币政策执行报告》中的“立足长远，发轫当前”的表述，去除了“三个坚决”的表述，即去除了在《三季度货币政策执行报告》提出了坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险的表述，《四季度货币政策执行报告》重提发挥市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。尽管依旧提到防止形成单一一致性预期并自我强化，依旧提到防范汇率超调风险。但从央行最近的举措来看，依旧

通过逆周期因子加强了对中间价的管理，并将中间价固化在 7.10 元一线。

图 20：央行依旧使用逆周期因子管理中间价



数据来源：Wind、银河期货

展望汇率，笔者依旧坚持汇率年度分析报告——《加深对中国式有管理浮动汇率体系中“管理”二字理解意义重大》一文中的观点，即汇率受制于近阶段宏观因素影响，汇率缺乏持续上升的基础，尽管受到事件性因素影响，有脉冲式上冲的可能。

将要召开的“两会”估计大概率将对宏观经济加大逆周期调节力度，在内部均衡和外部均衡出现冲突的情况下，以内部均衡为主是常规操作。笔者注意到 5 年 LPR 下降后，有多家银行下调了存款利率，而下调银行存款利率是去年 5 月汇率跌破 7 元的导火线，而银行下降存款利率的背景是 LPR 的下调有可能导致已经到历史低位的银行净息差进一步回落。

另一个影响是中美之间的 10 年期国债收益率之差因此出现倒挂幅度加大趋势。因此，也对汇率构成压力。

图 21: 持续走低的银行净息差

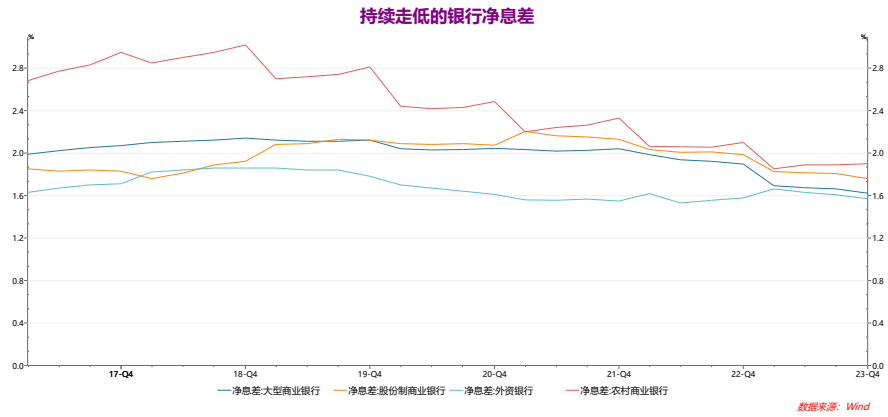
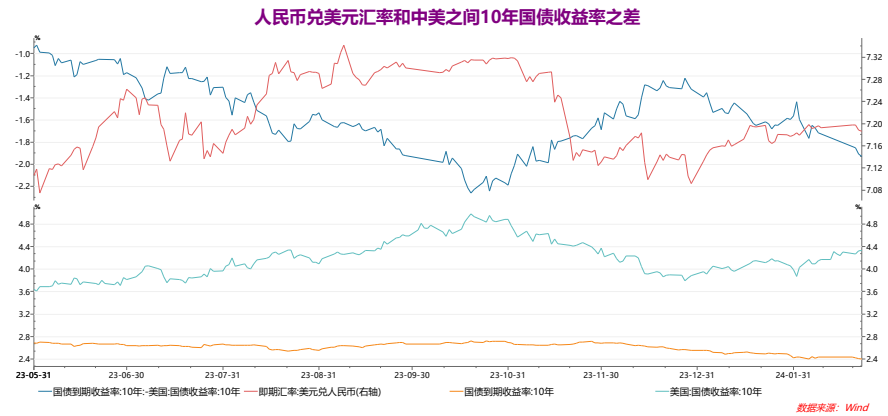


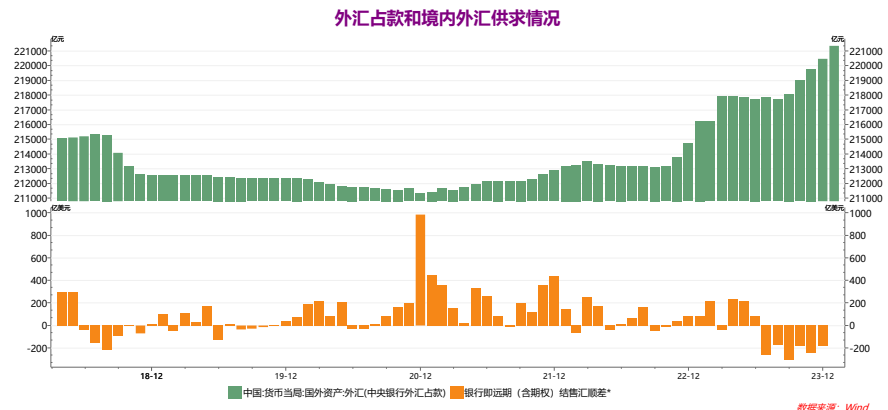
图 22: 人民币兑美元汇率和中美之间 10 年国债收益率之差



数据来源: Wind、银河期货

在内外均衡出现冲突的背景下，以内部均衡为主的另一个佐证是央行的外汇占款出现了持续增加，这也将对境内已经偏紧的外汇供求关系继续加大压力。

图 23: 持续回升的外汇占款和偏紧的境内外汇供求关系



数据来源：Wind、银河期货

但在底线思维下，在加强汇率管理的背景下，7.3 元左右是个政策底部。从央行近期通过逆周期因子将中间价固化在 7.10 元一线，极限最低交易价 7.24 元左右是底线思维下的第一道防线。

对此，笔者在春假前撰写的《措辞有变，大政不变——央行《四季度货币政策执行报告》在汇率论述方面的三大看点》一文和其他报告中也对此进行过详细的论述。

对要达到汇率风险中性的外汇需求企业来讲，汇率的反弹是次购汇和锁汇的机会，对结汇企业讲，如汇率接近 7.3 元，结汇的收益会增加，但 7.3 元以下的结汇机会估计不大会存在。当然，从长期看，中国经济向好趋势不变，汇率将因此而回升。

### 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