

外汇月报

2024年03月15日

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，供求关系偏紧依旧

——2月外汇市场供求关系分析

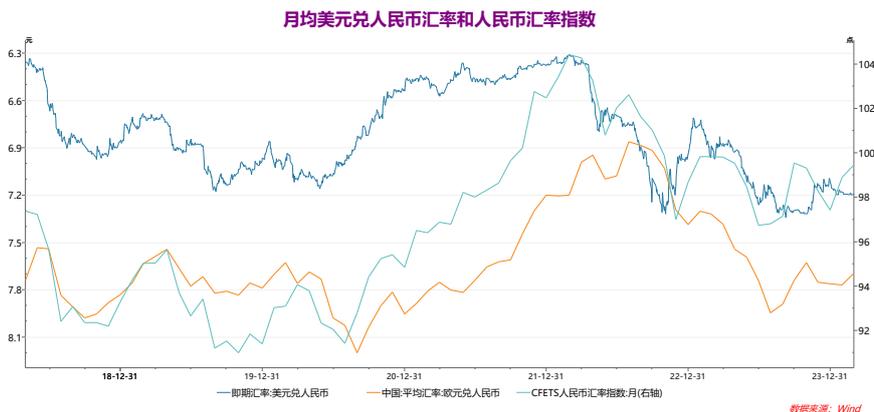
正文：

今天晚上，国家外汇管理局公布反映外汇市场供求关系的2月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，2月结售汇率倒挂扩大，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇继续逆差，尽管有所萎缩，说明供求关系依旧偏紧。结售汇顺差主要是因为银行自身结售汇顺差扩大所致，银行代客结售汇依旧逆差，环比有所回升。在代客收付款方面，正向贡献最大的却是证券投资，直接投资依旧逆差，贸易收支顺差萎缩。但要注意的是2月受到春节因素扰动。

一、银行结售汇数据分析

如下图所示，2月总体弱势震荡，全月兑美元即期平均汇率从7.1060元回升到7.1051元，但全月兑美元即期汇率从7.1795元回落到7.1930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98.89回升到99.44点。2月美元指数从103.52点回升到104.14点。全月兑欧元即期平均汇率从7.7702元回升到7.6984元

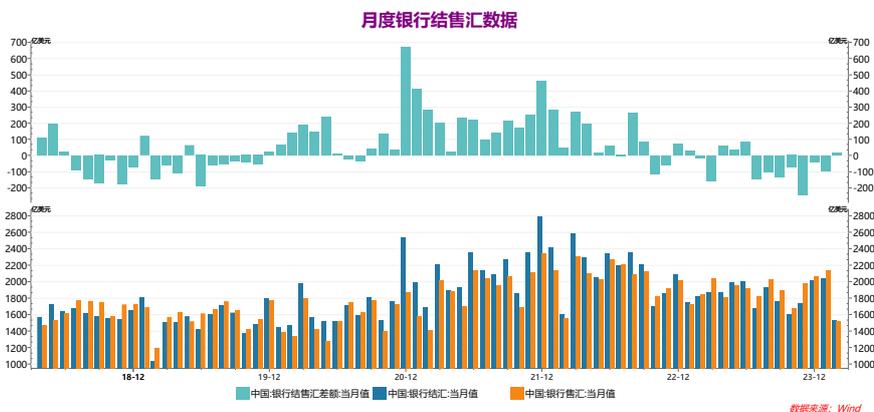
图 1：2 月人民币兑美元汇率变动



数据来源：Wind、银河期货

从银行的结售汇数据看，2 月银行结售汇转逆差为顺差，顺差 16.93 亿美元。前值逆差 98.72 亿美元，这是 2023 年 6 月以来的首次顺差。结售汇环比均有明显回落，结售汇萎缩，数量明显低于去年 1 月的春节月。

图 2：月度银行结售汇数据



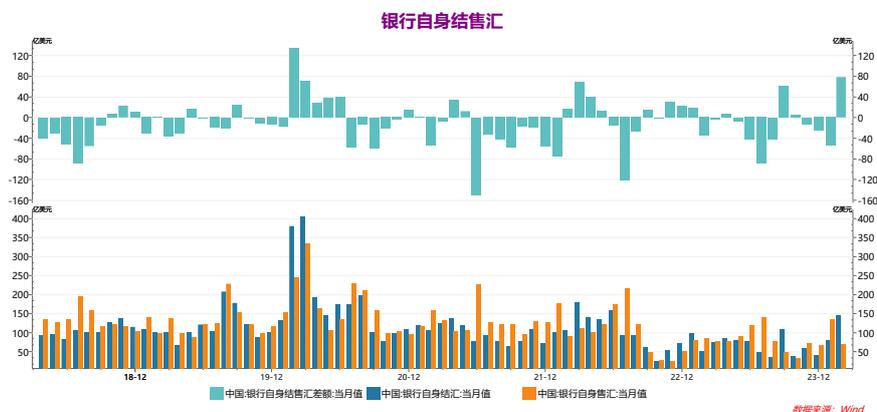
数据来源：Wind、银河期货

从结构看，2 月银行结售汇顺差主要是因为银行自身结售汇出现了明显的顺差。而银行自身结售汇的的顺差和波动按照历史经验和黄金价格波动加大下银行代客买卖黄金有关。

银行自身的结售汇顺差 77.57 亿美元，前值报逆差 54.97 亿美元。2 月银行自

身结汇环比明显扩大，而售汇明显萎缩。

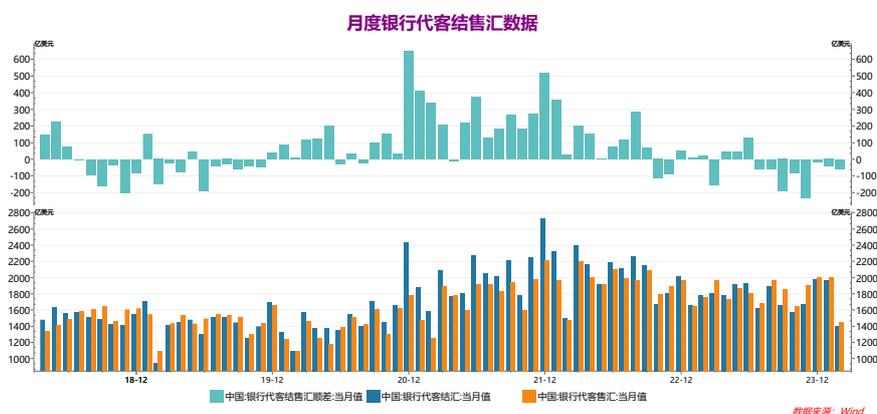
图 3：银行自身结售汇



数据来源：Wind、银河期货

银行代客结售汇逆差报 60.64 亿美元，前值逆差报 43.75 亿美元。售汇环比和结汇环比均有明显回落。

图 4：月度银行代客结售汇数据

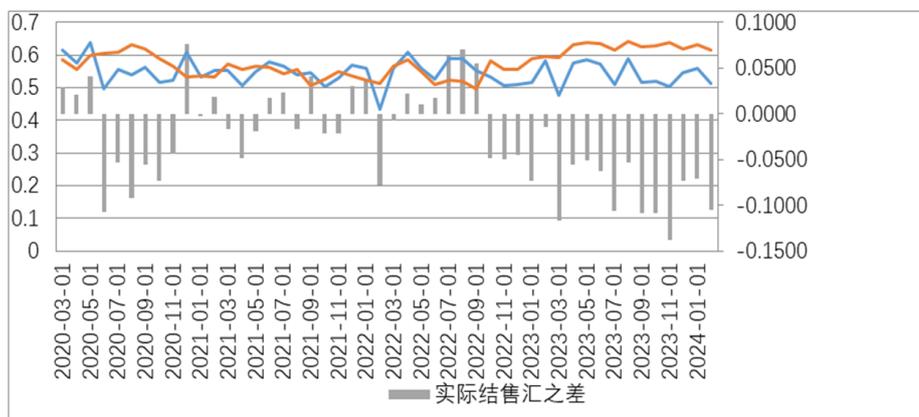


数据来源：Wind、银河期货

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 225.52 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 93.57 亿美元，扣除掉远期合约在 2 月的履约额，2 月

银行实际代客完成的结汇数据为 1167.11 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1359.70 亿美元，其差额为逆差 192.58 亿美元，前值为逆差 199.96 亿美元。逆差环比稍有回升。扣除当月远期履约额后，实际结汇率为 51.2%，前值为 56%，实际售汇率报 61.66%，前值为 63.11%，实际结售汇率之差报-10.46%，前值报-7.1%。倒挂幅度连续萎缩再度扩大。

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

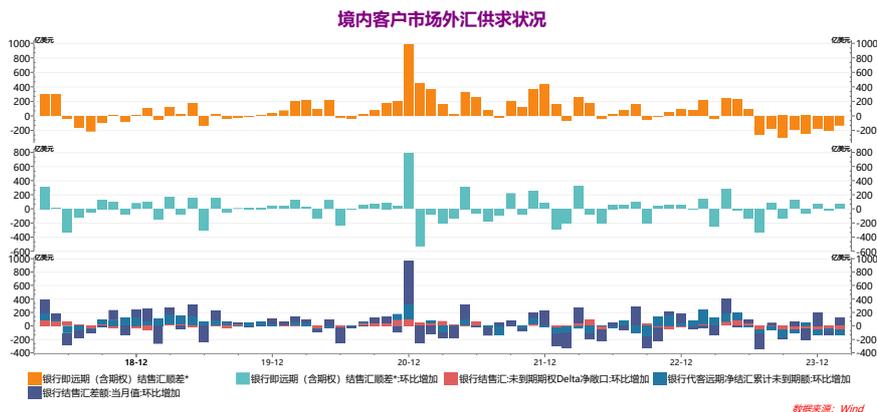


数据来源：Wind、银河期货

2 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 136.18 亿美元，前值为逆差 200.19 亿美元。逆差环比减少了 64.1 亿美元。其中，银行即期结售汇逆差 60.64 亿美元，环比逆差减少了 115.65 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比减少了 91.43 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 61.68 亿美元。

两项合计，外汇衍生品交易外汇减少供应 153.11 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 153.11 亿美元外汇。

图 6：境内客户市场外汇供求状况

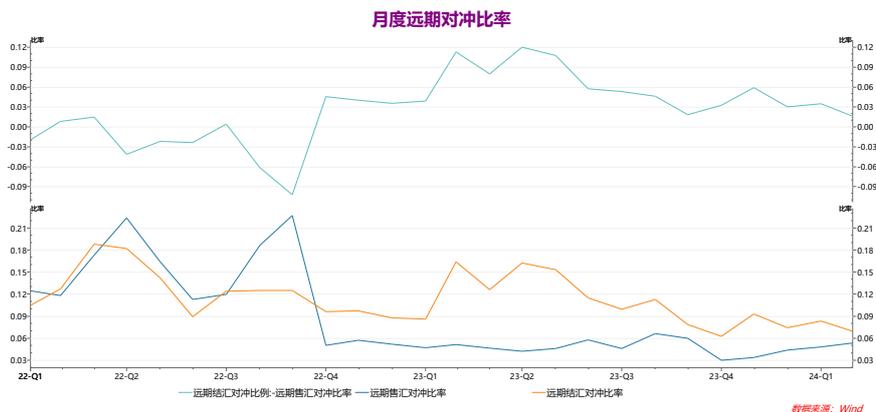


数据来源：Wind、银河期货

从远期对冲比率看，均有所上升，风险意识回升。2 月远期结汇对冲比率 8.3% 回落到 6.9%，显示结汇企业担心汇率回升的心态出现一定回落。而售汇对冲比率却从 4.8% 回升到 5.3%，显示售汇企业担心汇率回升的心态出现一定回升，但相对而言，售汇对冲率变动不大。

2 月的人民币兑美元的即期询价成交量报 4327.88 亿美元，低于去年春节月——1 月的 5102.01 亿美元。去年 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 2 月平均每天的即期询价成交量缩小到 270.5 亿美元，但依旧低于去年 9 月到 12 月的水平。

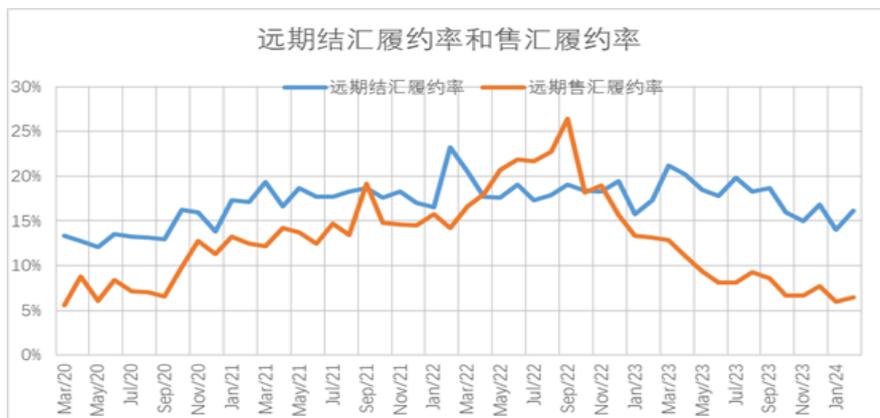
图 7：月度远期对冲比率



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 14.04% 回升到 16.19%，售汇履约率也从 5.94% 回升到 6.44%。结汇履约率继续明显高于售汇履约率，但结汇履约率回升更加明显，显示结汇方对汇率升值担心有所反复。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，在于远期履约率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，银行代客结售汇逆差 21.11 亿美元，前值却顺差

71.91 亿美元。其中，货物贸易顺差 140.56 亿美元，前值为顺差 259.74 亿美元，出现回落；服务贸易逆差 153.29 亿美元，前值逆差 178.67 亿美元，逆差萎缩；收益与经常转移项逆差 8.38 亿美元，前值逆差 9.16 亿美元，逆差有所萎缩。

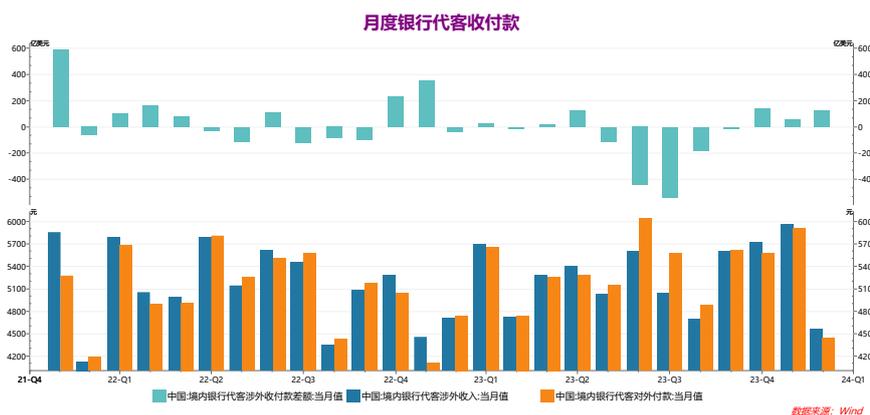
在金融与储备性质账户上，逆差萎缩，报 39.53 亿美元，前值逆差 115.67 亿美元，其中，直接投资出现 17.79 亿美元逆差，前值为 32.1 亿美元，逆差稍有萎缩；证券投资逆差 1.17 亿美元，而前值逆差 50.05 亿美元，逆差明显萎缩。

由此可见，2 月份代客结售汇逆差环比回升主要是因为经常项目逆差，其中，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，但有所萎缩，直接投资和证券投资逆差均有所萎缩。

二、银行代客收付款分析

2 月银行代客收付款顺差 120.62 亿美元，前值顺差 54.89 亿美元，顺差回升。

图 9：月度银行代客收付款

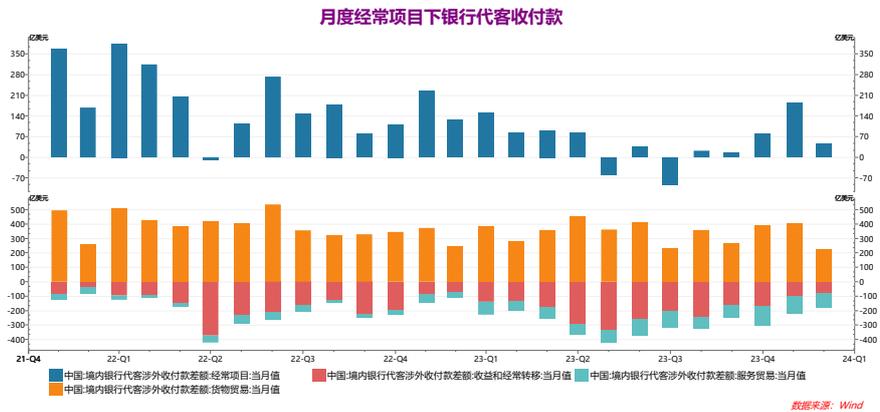


数据来源：Wind、银河期货

在经常项目下，继续顺差，但萎缩到 44.84 亿美元，前值为顺差 183.09 亿美元，其中，货物贸易顺差环比回落，报 223.61 亿美元，前值为 404.81 亿美元。服

务贸易逆差从 120.05 亿美元萎缩到逆差 97.84 亿美元，收益与经常转移项继续逆差，有所萎缩，报 80.94 亿美元，前值为逆差-101.68 亿美元。

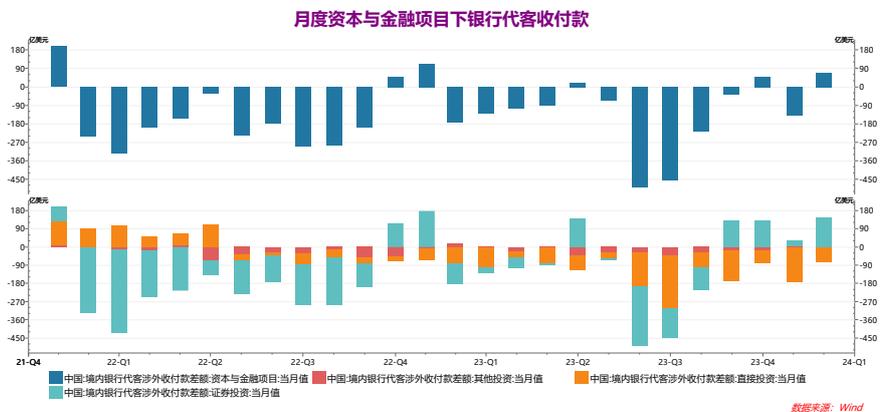
图 10：月度经常项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

2 月，在资本与金融项目下逆差再度转为顺差，报顺差 68.3 亿美元，前值则逆差 140.17 亿美元。其中，在证券投资上，继续顺差，而且明显扩大，报 143.58 亿美元，前值顺差 28.49 亿美元；但直接投资继续逆差，但差额环比萎缩，报-74.06 亿美元，前值报-170.78 亿美元；其他投资则逆差 1.13 亿美元，前值为逆差 2.53 亿美元。

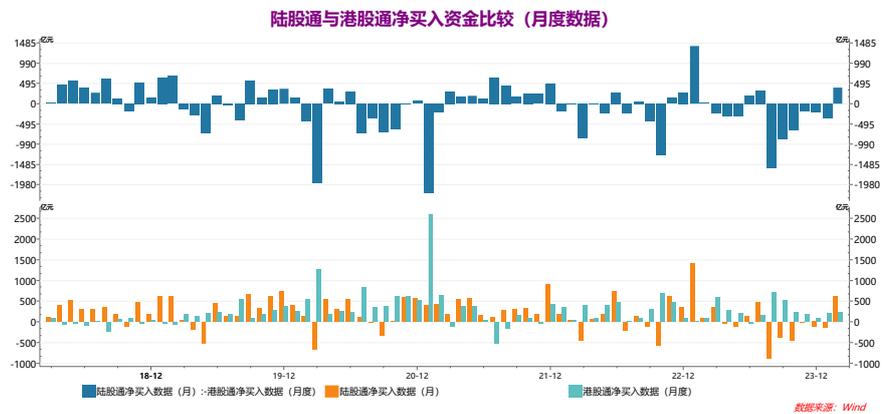
图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

从陆港通的净买入资金量看，在政策暖风下，2月陆港通的净买入资金量转正，净买入资金达到384.22亿元，前值为-352.21亿元。

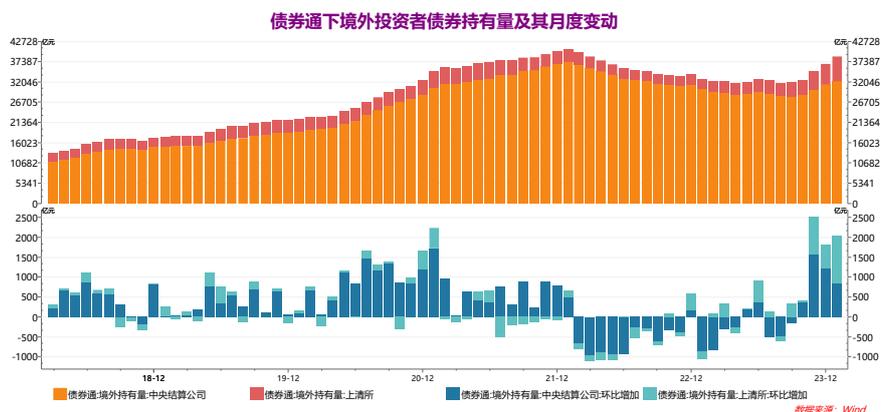
图 12: 陆股通与港股通净买入资金比较 (月度数据)



数据来源: Wind、银河期货

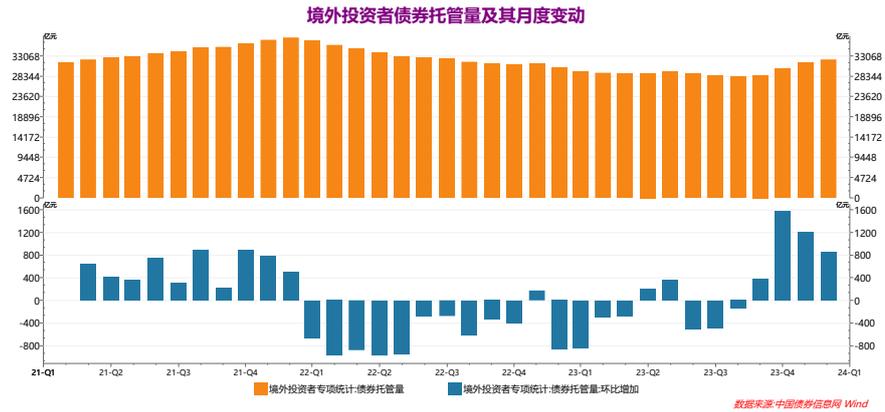
债券方面，境外投资者债券托管量5月和6月回升，7、8、9月再度回落，但9月的持有量数据和托管量均出现回升，1月增持了2029亿元，托管量增加了840.93亿元，相对于11月和12月托管量有所萎缩。2月数据报没有公布，有待于观察。

图 13: 债券通下境外投资者债券持有量及其月度变动



数据来源: Wind、银河期货

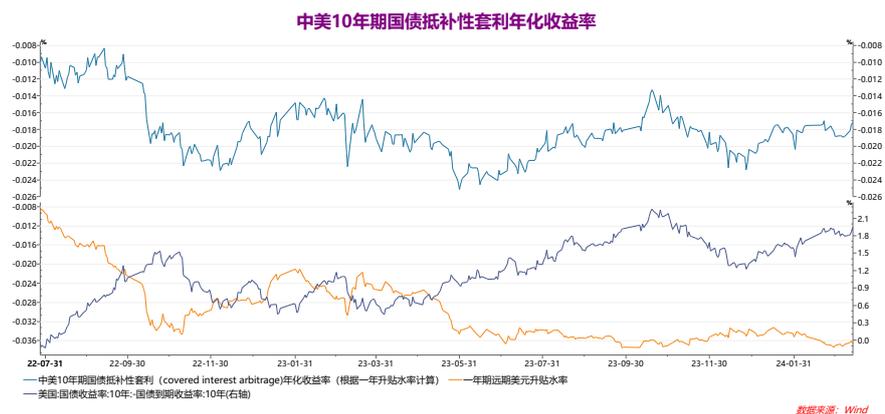
图 14: 境外投资者债券托管量及其月度变动



数据来源：Wind、银河期货

至于外资为何会增持境内债券市场有众多看法，如境外投资者结构的变化；在美元对人民币存在着远期贴水的情况下，抵补性套利 (covered interest arbitrage) 存在着负收益等，但实际上，自近年来，美元兑人民币均表现为远期贴水，为什么9月前外资却不在增持境内债券呢？这是个问题。下图显示，如对一年期中美10年期国债利率进行抵补性套利的收益近期在-1.72%左右，一年期远期美元年贴水率在3.67%，三个月的远期美元贴水率在3.71%左右。

图 15：中美 10 年期国债抵补性套利年化收益率

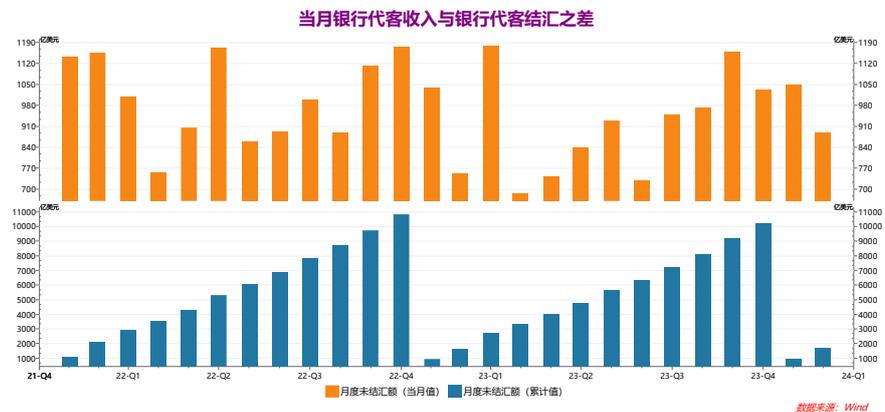


数据来源：Wind、银河期货

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，2月报886.7亿美元，低于前值的1048.88亿美元，去年同期报752亿美元，累计数

看，2月的未结汇额报1707.79亿美元，去年同期报1639.56亿美元。但去年汇率大幅反弹导致结汇意愿下降。

图 16：当月银行代客收入与银行代客结汇之差

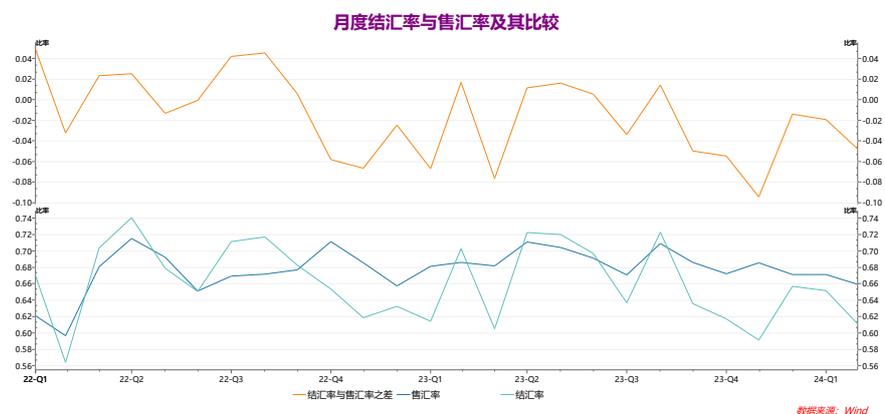


数据来源：Wind、银河期货

三、结汇率与售汇率分析

从2月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率从65.2%回落到61.1%，售汇率则从67.1%回落到65.9%，结汇率和售汇率倒挂之差大幅扩大到-4.8%，前值为-1.9%。

图 17：月度结汇率与售汇率及其比较



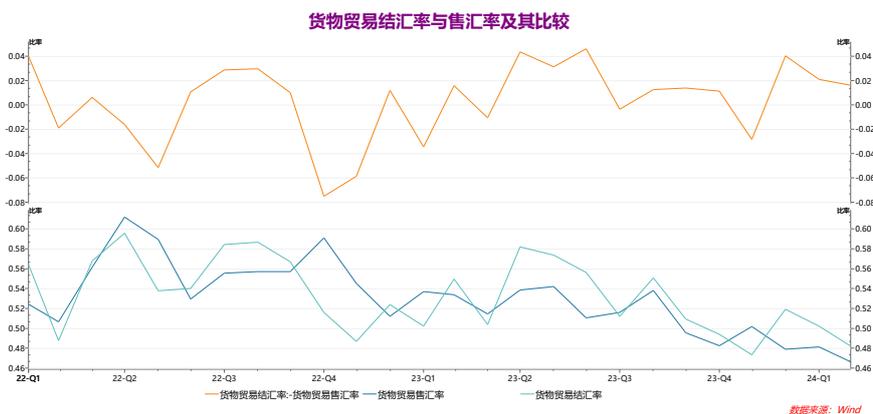
数据来源：Wind、银河期货

前文已经分析，扣除当月远期履约额后，实际结汇率为51.2%，前值为56%，

实际售汇率报 61.66%，前值为 63.11%，实际结售汇率之差报-10.46%，前值报 -7.1%。倒挂幅度连续萎缩再度扩大。

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 48.2%和 46.64%，前值分别为 50.2%和 48.12%，两者倒挂差值从+2.1%缩小为+1.6%。

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

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%大幅回落到 50%,售汇率也从 73%大幅回落到 56%,结汇率和售汇率之差倒挂值回升,报 -6%,前值为-7%。

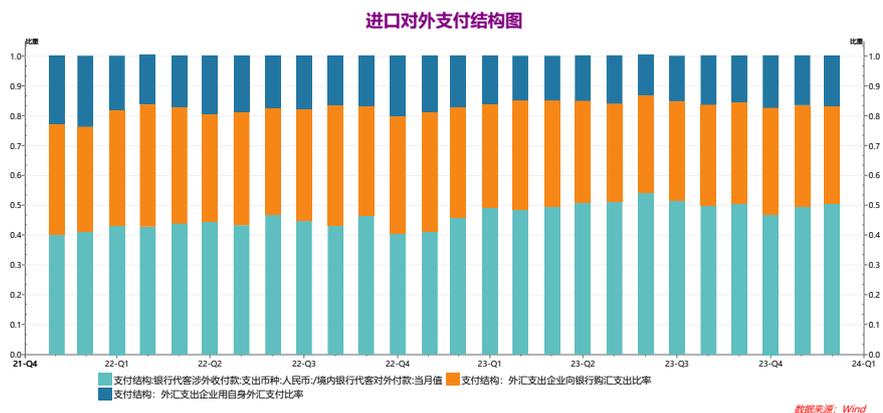
图 19: 按 3 个月平均收支计算的结汇率与售汇率及其比较



数据来源：Wind、银河期货

从支付的结构看，用人民币支付从 49% 回升到 50%，企业向银行购汇支付报从 34% 回落到 33%，进口企业用自身持有外汇支付占比保持 17% 的水平。

图 20：进口对外支付结构图



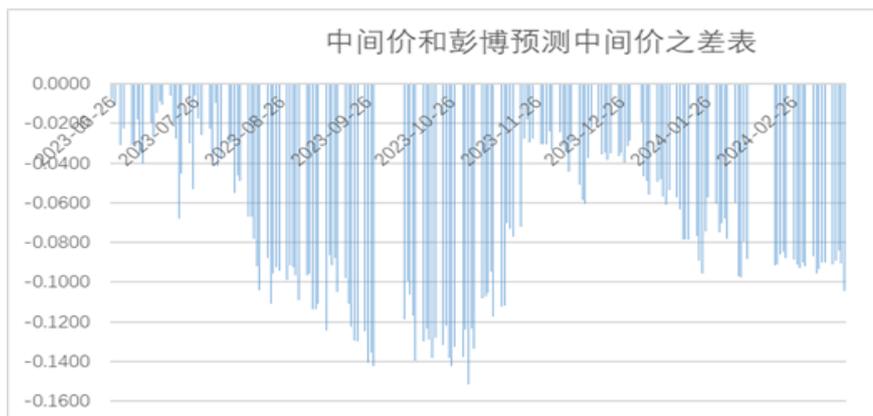
数据来源：Wind、银河期货

综合分析，2 月人民币兑美元的走势总体出现了回落的情况，结售汇率倒挂扩大。反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇依旧逆差，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，发韧当前”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，并将中间价固化在某一价位。但值得关

注的是其中间价固化价位有所提升，从较早的固化在 7.11 元提升到 7.10 元，最近从 7.10 元左右提升到 7.09 元左右。按此计算，CFETS 的极限交易价在 7.23 元左右。

图 21：央行继续使用逆周期因子管理中间价

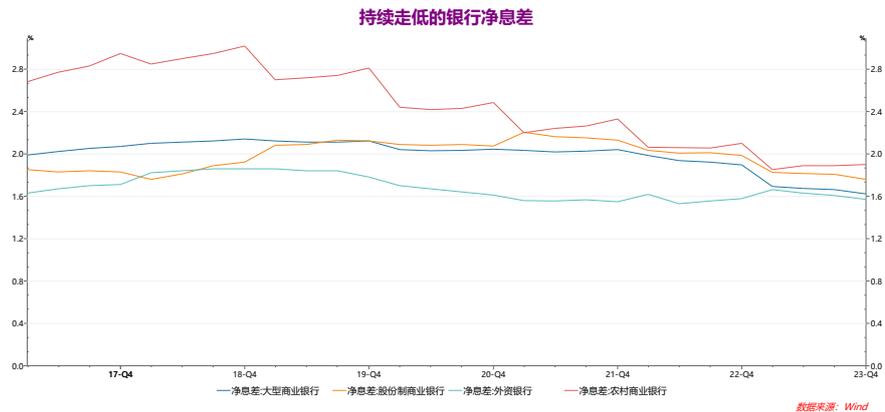


数据来源：Wind、银河期货

展望汇率，两会公布的《政府工作报告》确定了 5%左右的经济增长目标，会议提出为完成这一目标将加大宏观调控力度，在财政政策方面发行超长期特别国债和增发地方专项债，在货币政策方面要求促进社会融资成本稳中有降。这些措施将有助于人民币汇率的中长期稳定，但短期可能带来一定的压力。

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。

图 22: 持续走低的银行净息差



数据来源: Wind、银河期货

另一个影响是中美之间的 10 年期国债收益率之差，笔者注意到受到美国最新通胀数据的影响，美债收益率最近回升明显，也对汇率构成压力。

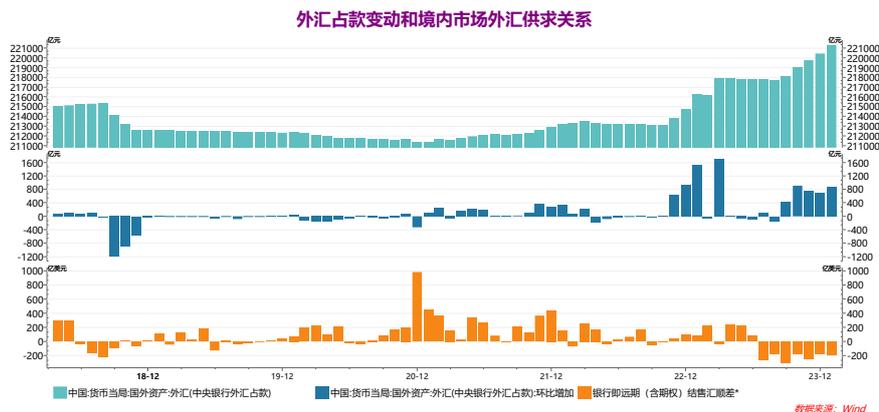
图 23: 人民币兑美元汇率和中美之间 10 年国债收益率之差



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 24: 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

《政府工作报告》依旧提出了“国际收支基本平衡”的要求，预计年内经常项目有望继续维持顺差，尽管面对复杂多变的国际和国内形势，短期资本流动的震荡将加大，但基础性国际收支依旧将对短期资本的震荡性流动起到一定的对冲作用，尽管基础性国际收支的顺差面临着萎缩的压力。

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，即汇率中短期尽管缺乏持续上升的基础，但由于央行通过中间价加大了对汇率的管理，汇率下跌空间中短期内被基本封杀。建议企业积极响应央行号召，做到汇率风险中性，有购汇和用汇需求的企业利用汇率反弹机会果断进行购汇和锁汇，有结汇需求的企业和机构可以相对从容进行结汇，但在 7.3 元以下的结汇机会目前看不大。

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

电话：400-886-7799