

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

反弹导致结汇率回升明显，供求关系虽有改善依旧偏紧

——12 月外汇市场供求关系分析

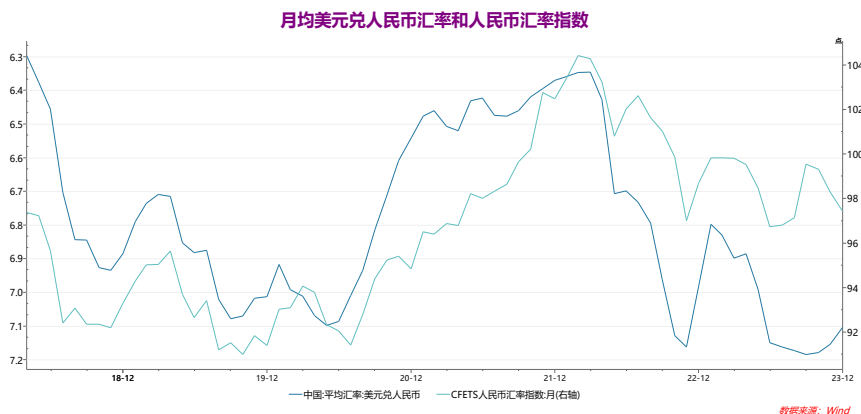
正文：

近日，国家外汇管理局公布反映外汇市场供求关系的 12 月银行结售汇和银行代客收付款数据。数据显示，在汇率反弹中，结汇率回升明显年底结汇拥挤效应有所体现，结售汇依旧倒挂，但幅度缩小；反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇逆差回落，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，12 月在震荡中出现明显反弹，全月兑美元即期平均汇率从 7.1544 元回升到 7.1039 元，全月兑美元即期汇率从 7.1310 元回升到 7.0920 元。但人民币汇率指数(CFETS)却在美元指数的带动下出现回落，从 98.29 回落到 97.42 点。

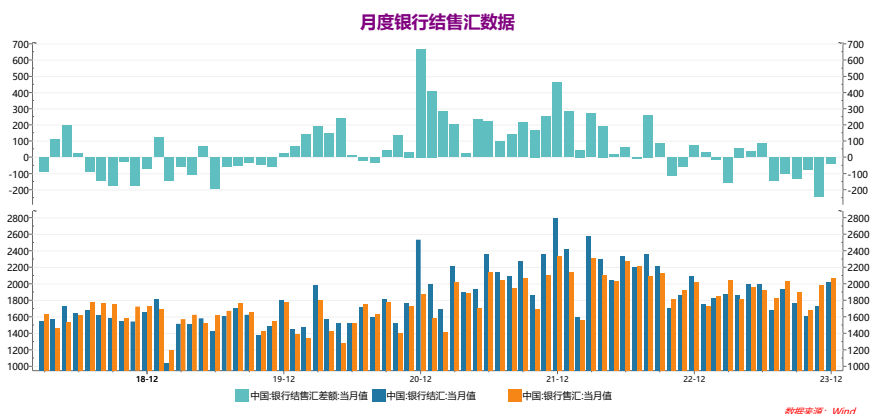
图 1：12 月人民币兑美元汇率变动



数据来源：Wind、银河期货

从银行的结售汇数据看，12月银行结售汇继续逆差，但是逆差萎缩明显，报逆差43.64亿美元，前值报逆差246.17亿美元。结售汇环比均有回升，结汇环比回升更为明显。

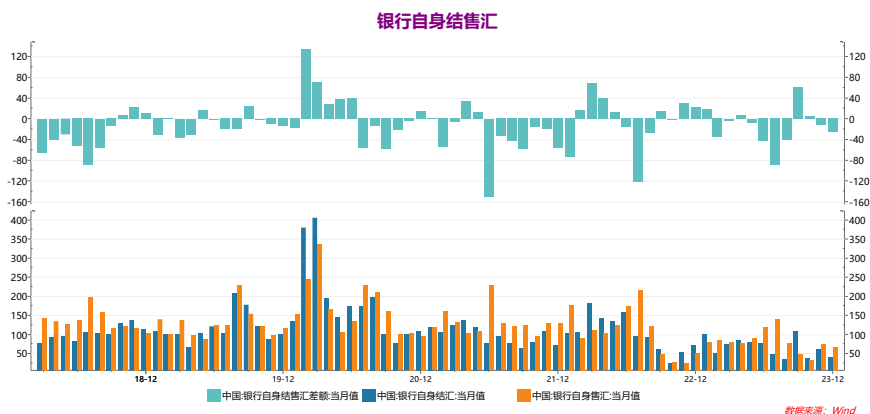
图2：月度银行结售汇数据



数据来源：Wind、银河期货

银行自身的结售汇逆差25.85亿美元，前值报逆差13.16亿美元。12月银行自身结汇环比萎缩更加明显。

图3：银行自身结售汇

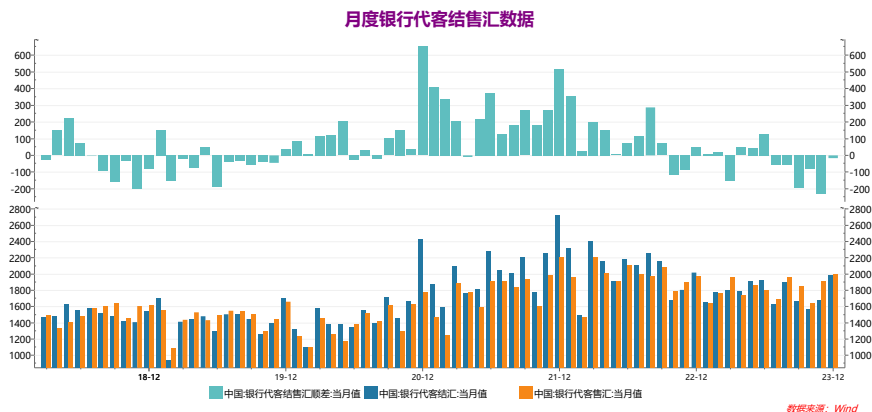


数据来源：Wind、银河期货

银行代客结售汇逆差报17.78亿美元，前值逆差报232.6亿美元。结售汇环

比均有回升，结汇环比回升更加明显。

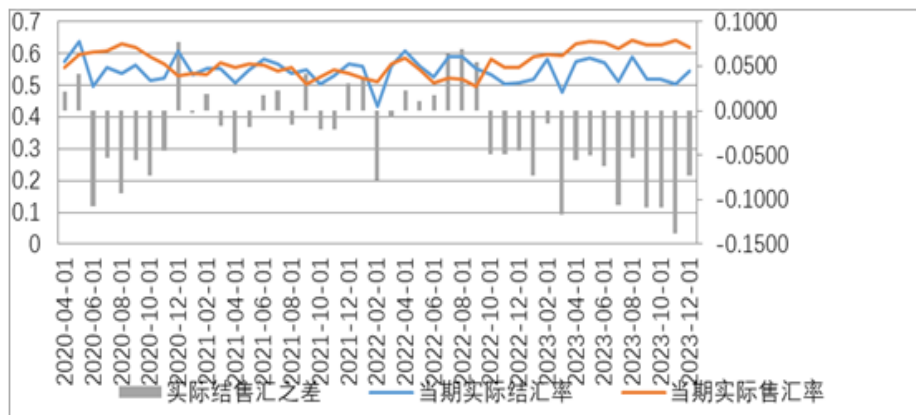
图 4：月度银行代客结售汇数据



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 332.46 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 154.2 亿美元，扣除掉远期合约在 12 月的履约额，12 月银行实际代客完成的结汇数据为 1645.83 亿美元，银行当月实际代客完成的售汇数据为 1841.87 亿美元，其差额为逆差 196.04 亿美元，前值为逆差 357.4 亿美元。逆差环比萎缩。按此计算的实际结汇率为 54.66%，前值为 50.25%，实际售汇率报 61.93%，前值为 64%，实际结售汇率之差报 7.27%，前值报-13.75%。倒挂幅度明显萎缩。

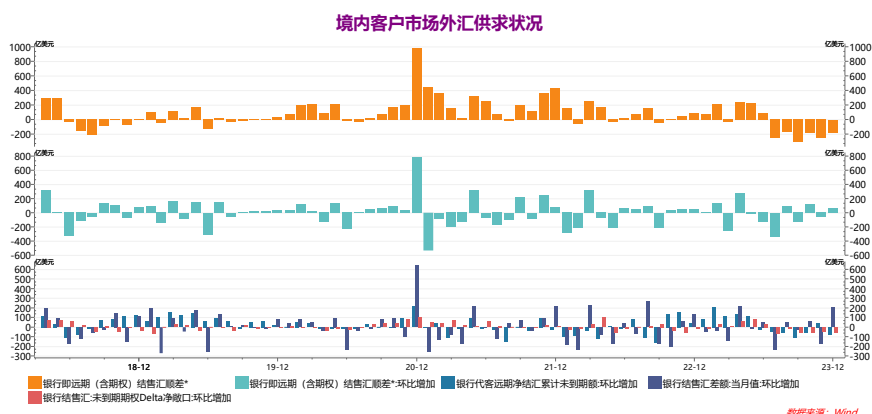
图 5：扣除掉远期合约履约额后的实际当期结汇售汇及其差额



数据来源：Wind、银河期货

12 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 182.95 亿美元，前值为逆差 249.44 亿美元。逆差环比减少了 66.5 亿美元。其中，银行即期结售汇逆差 17.78 亿美元，环比逆差减少了 202.53 亿美元；银行代客远期净结汇累计未到期额环比减少了 85.31 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 54 亿美元。两项合计，外汇衍生品交易外汇减少供应 139.31 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 139.31 亿美元外汇。

图 6：境内客户市场外汇供求状况

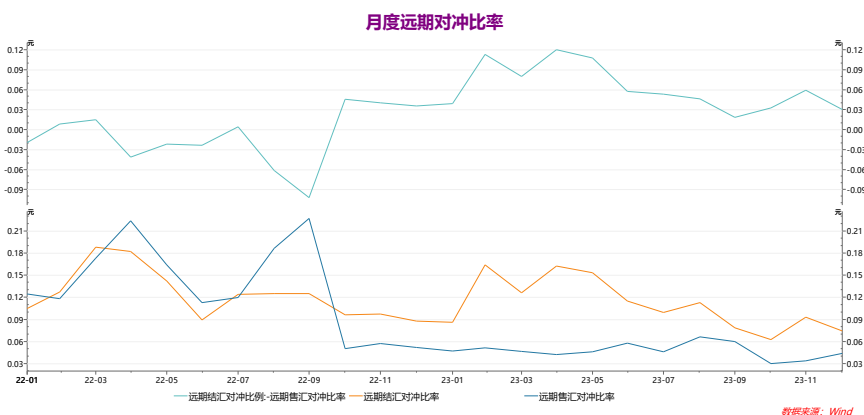


数据来源：Wind

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。12 月远期结汇对冲比率 9.3% 回落到 7.4%，显示结汇企业担心汇率回升的心态出现一定回落。而售汇对冲比率也从 3.4% 大幅回升到 4.4%。远期售汇对冲率变动相对不大，但也显示出外汇支出型企业对汇率波动的担心依旧存在并出现回升。12 月的人民币兑美元的即期询价成交量报 5719.85 亿美元，高于 11 月 5107.9 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继续放大到 272.37 亿美元，但依旧低于 8 月的水平。

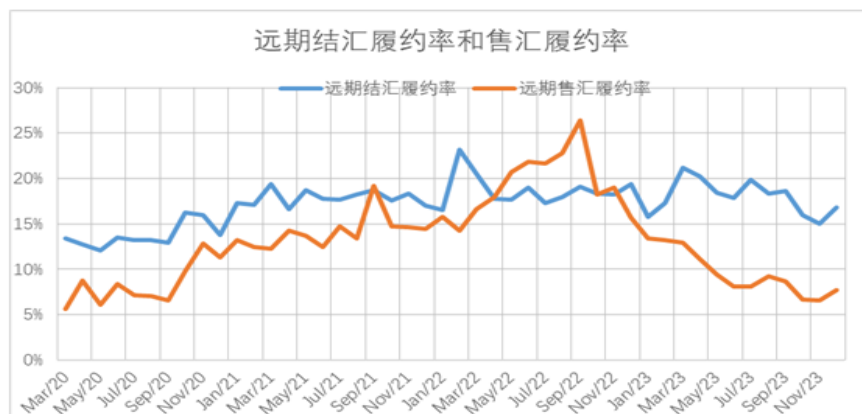
图 7：月度远期对冲比率



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 15% 回升到 16.8%，售汇履约率则从 6.63% 回升到 7.73%。尽管如此，结汇履约率继续明显高于售汇履约率。

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 91.49 亿美元,前值逆差 115.22 亿美元。其中,货物贸易顺差 305.17 亿美元,前值为顺差 53.17 亿美元,出现明显回升;服务贸易逆差 206.74 亿美元,前值逆差 146.56 亿美元,逆差扩大;收益与经常转移项逆差 6.94 亿美元,前值逆差 21.84 亿美元,逆差有所萎缩。

在金融与储备性质账户上,逆差 109.28 亿美元,前值逆差 117.38 亿美元,其中,直接投资出现 33.31 亿美元逆差,前值为 35.87 亿美元,逆差有所萎缩;证券投资逆差 29.28 亿美元,而前值逆差 57.87 亿美元,逆差有所萎缩。

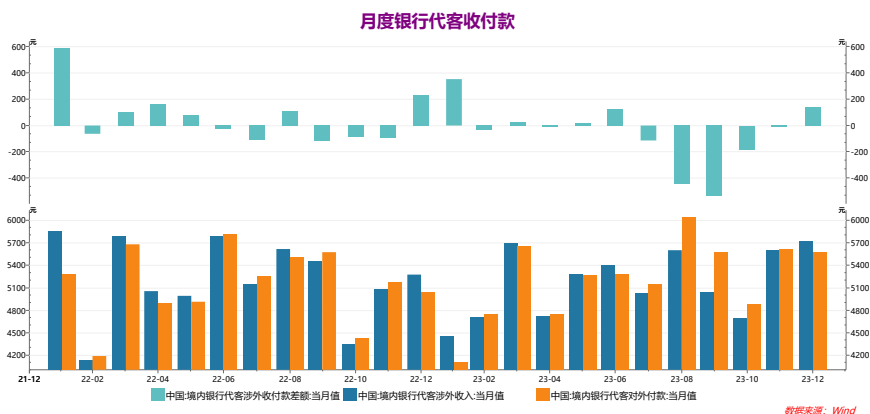
由此可见,12 月份结售汇环比回升主要是因为经常项目逆差转为顺差,特别是货物贸易顺差增加明显,服务贸易逆差有所扩大。金融与储备性质账户结售汇继续逆差,直接投资和证券投资结售汇逆差均有所萎缩。

二、银行代客收付款分析

12 月银行代客收付款顺差 141.01 亿美元,前值逆差 12.46 亿美元,逆差继续

明显萎缩。

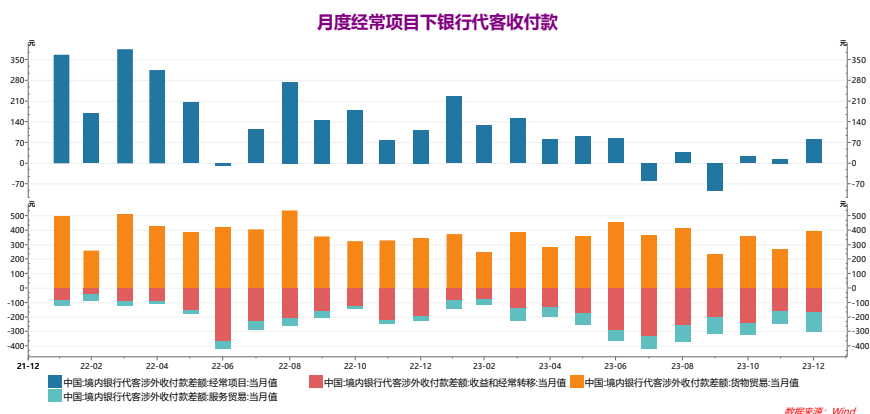
图 9：月度银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

在经常项目下，继续顺差，而且扩大到到 78.64 亿美元，前值为逆差 13.38 亿美元，其中，货物贸易顺差环比回升，报 386.51 亿美元，前值为 267.42 亿美元。服务贸易逆差从 88.76 亿美元回升到逆差 136.78 亿美元，收益与经常转移项继续逆差，有所扩大，报 171.08 亿美元，前值为逆差 165.28 亿美元。

图 10：月度经常项目下银行代客收付款

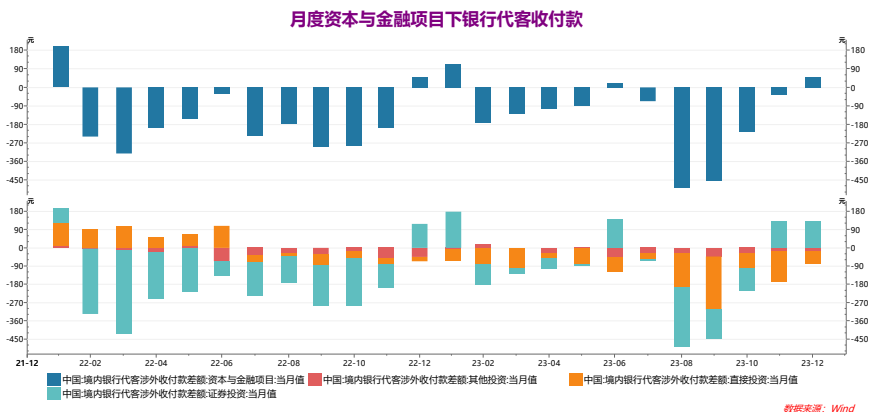


数据来源：Wind、银河期货

12 月，在资本与金融项目下因直接投资逆差明显萎缩而逆差转为顺差，报顺差 51.54 亿美元，前值则逆差 37.67 亿美元。其中，在证券投资上，转为顺差

报 129.43 亿美元，前值顺差 130.96 亿美元；但直接投资继续逆差，但差额环比萎缩，报 61.72 亿美元，前值报-152.32 亿美元；其他投资则逆差 16.1 亿美元，前值为逆差 15.79 美元。

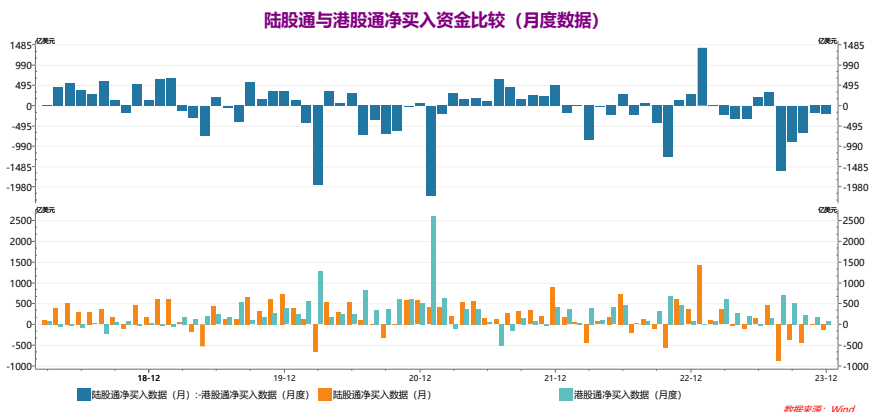
图 11：月度资本与金融项目下银行代客收付款



数据来源：Wind、银河期货

从陆港通的净买入资金量看，12月陆港通的净买入资金量继续走负，负向差值较11月有所扩大，12月北上资金净卖出量报-201.6亿元，高于11月的-188.74亿元。

图 12：陆股通与港股通净买入资金比较（月度数据）

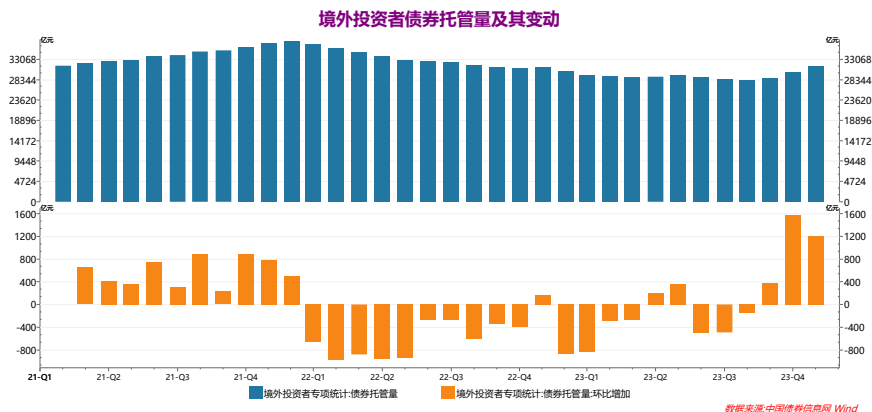


数据来源：Wind、银河期货

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

托管量也增加了 1572.75 亿元。

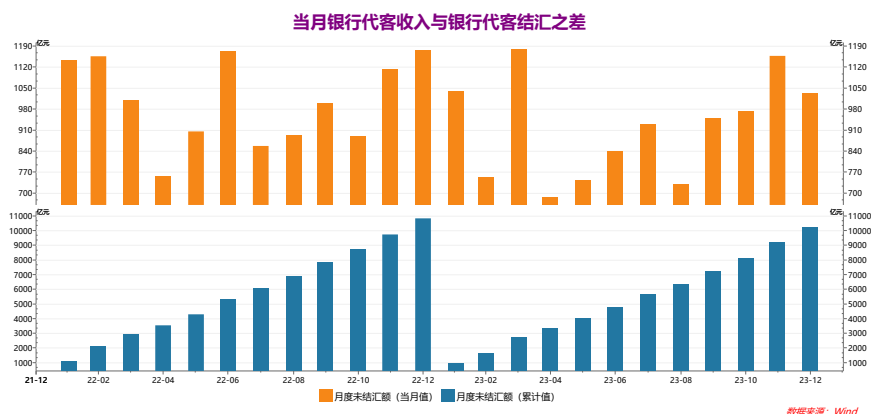
图 13：境外投资者债券托管量及其变动



数据来源：Wind、银河期货

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，12 月报 1032.51 亿美元，前值报 1157.36 亿美元，环比回落，低于去年同期 1173.66 亿美元。显示在汇率月度中下旬反弹后结汇观望气氛较浓。从累计数看，报 10197.87 亿美元，低于去年同期的 10836.73 亿美元。即结汇的后劲不及去年。

图 14：当月银行代客收入与银行代客结汇之差



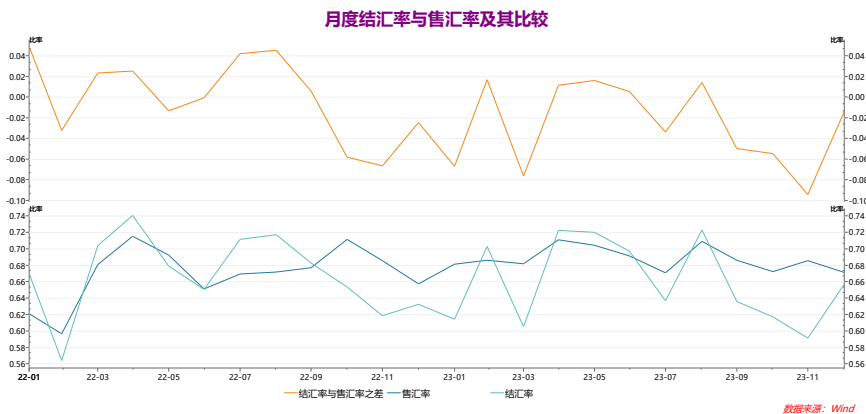
数据来源：Wind、银河期货

三、结汇率与售汇率分析

从 12 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率从 59.1%回升到 65.7%，售汇

率则从 68.6% 回落到 67.1%，结汇率和售汇率倒挂之差大幅缩小到 -1.4%，前值为 -9.4。

图 15：月度结汇率与售汇率及其比较

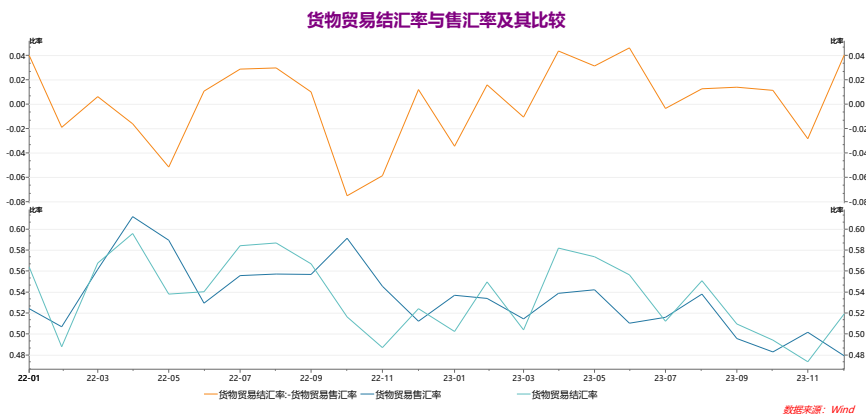


数据来源：Wind、银河期货

前文已经分析，按此计算的实际结汇率为 54.66%，前值为 50.25%，实际售汇率报 61.93%，前值为 64%，实际结售汇率之差报 -7.27%，前值报 -13.75%。倒挂幅度明显萎缩。

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 51.9% 和 47.9%，前值分别为 47.3% 和 50.1%，两者倒挂差值从 -3% 转为 +4%。

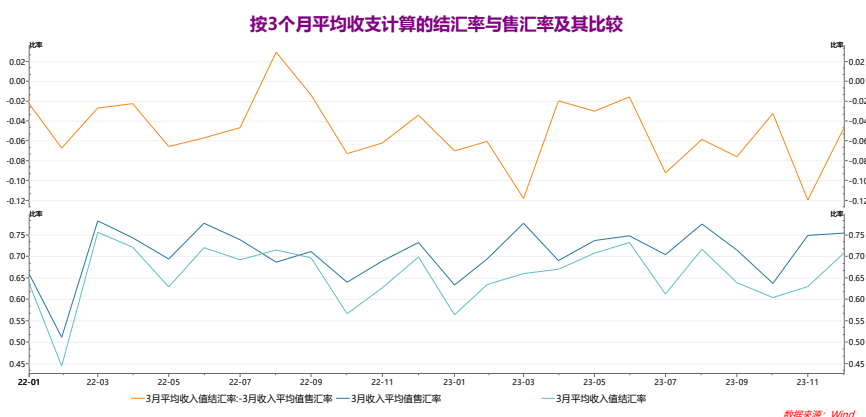
图 16：货物贸易结汇率与售汇率及其比较



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 63%回升到 71%，售汇率也从 74.9%回升到 75.4%，结汇率和售汇率之差倒挂值明显萎缩，报 -5%，前值为-12%。

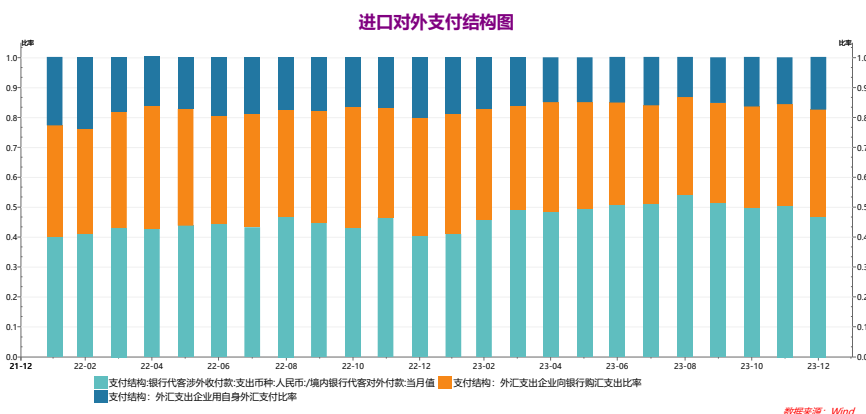
图 17：按 3 个月平均收支计算的结汇率与售汇率及其比较



数据来源：Wind、银河期货

从支付的结构看，用人民币支付从 50%回落到 47%，企业向银行购汇支付报从 34%回升到 36%，进口企业用自身持有外汇支付占比从 16%回升到 18%。

图 18：进口对外支付结构图



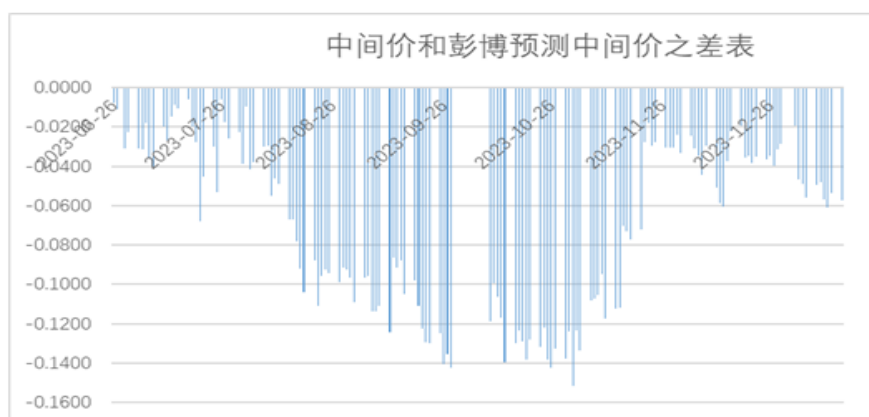
数据来源：Wind、银河期货

综合分析，12 月人民币兑美元的走势总体出现了反弹的情况下，结汇率明

显出现了回升，在一定程度上可以理解为出现了一定的年底结汇拥挤效应，结售汇逆差明显减少，涉外收付款转逆差为顺差，但是，另一方面，结售汇率依旧倒挂，尽管倒挂的幅度减少明显，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。尽管有所明显改善。

12 月汇率尽管出现反弹，但和以往不同，央行没有及时退出逆周期因子对中间价的管理，近期将中间价再度被固化在 7.10 元一线，显示出央行稳定汇率的决心，笔者已经在年度汇率分析报告中呼吁要加深对有管理浮动制度的“管理”二字的理解。

图 19：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

笔者依旧坚持在年度汇率分析报告《加深对中国式有管理浮动的“管理”二字理解意义重大——2024 年人民币兑美元汇率展望》中的观点，即 7.3 元是底线思维下的中短期政策底，但另一方面，受基本面的制约，汇率目前依旧缺少持续回升的基础，尽管存在着脉冲式冲高的可能。

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

电话：400-886-7799