# 结汇率与售汇率倒挂幅度依旧扩大

## ——8 月银行结售汇数据分析

内容提要：

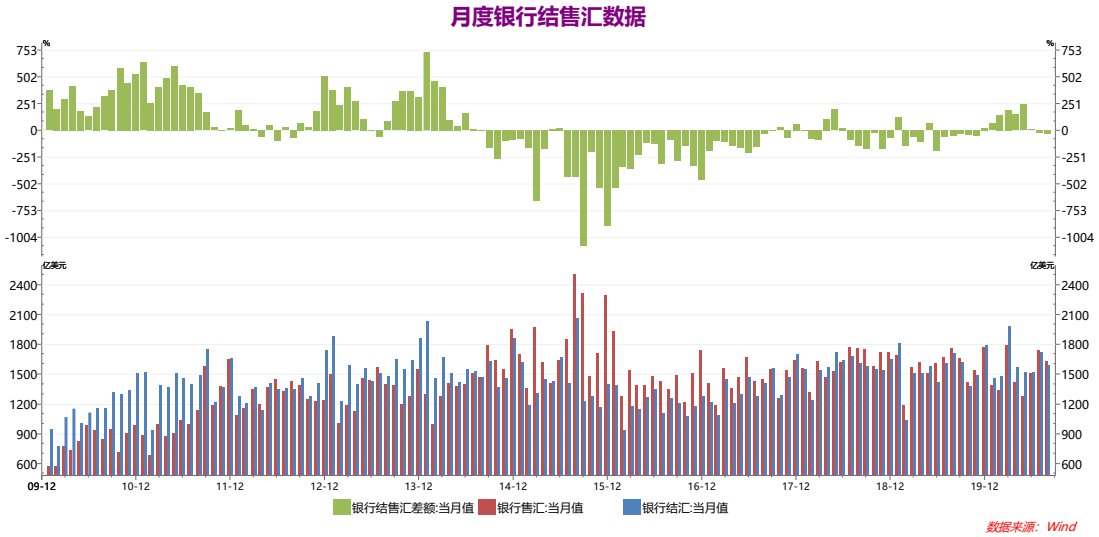
8 月在人民币汇率较为强势的背景下，结汇率与售汇率依旧倒挂，而且倒挂幅度扩大，说明市场对人民币汇率的预期依旧不稳定。近期，尽管人民币兑美元走势强劲，但我们依旧认为人民币兑美元依旧维持双向波动格局，而 6.7 元依旧是重要的观察窗口，尽管我们认为在双循环的格局下，在新的国际政治与经济形势下，人民币将加快国际化、市场化和自由化的步伐，双向波动区间有可能拓宽。

周末，国家外汇管理局公布了 8 月银行结售汇和银行代客收付款数据。

## 一. 银行结售汇数据分析

从银行的结售汇数据看，8 月继续出现逆差，逆差 38.28 亿美元，前值为逆差 25.26 亿美元，而六月尽管顺差，但较五月大幅回落，仅仅顺差 8.54 亿美元，大大低于五月的 238.46 亿美元。其主要因素在于银行代客收付款逆差。

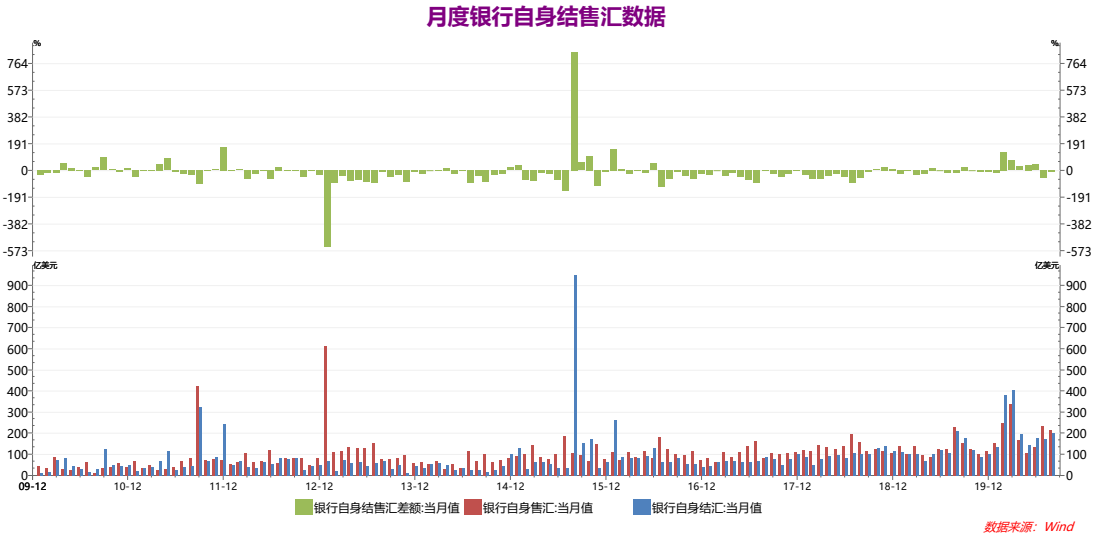
图 1：月度银行结售汇数据




从银行自身的结售汇数据看，逆差 15.16 亿美元，前值逆差 57.38 亿美元。银行售汇金额环比较前三个月有明显增加。从历史数据看，7 月和 8 月银行自身结汇出现逆差具有一定的季节规律性，因为 7 月和 8 月银行本身会涉及到对外股息、红利支付等交易。

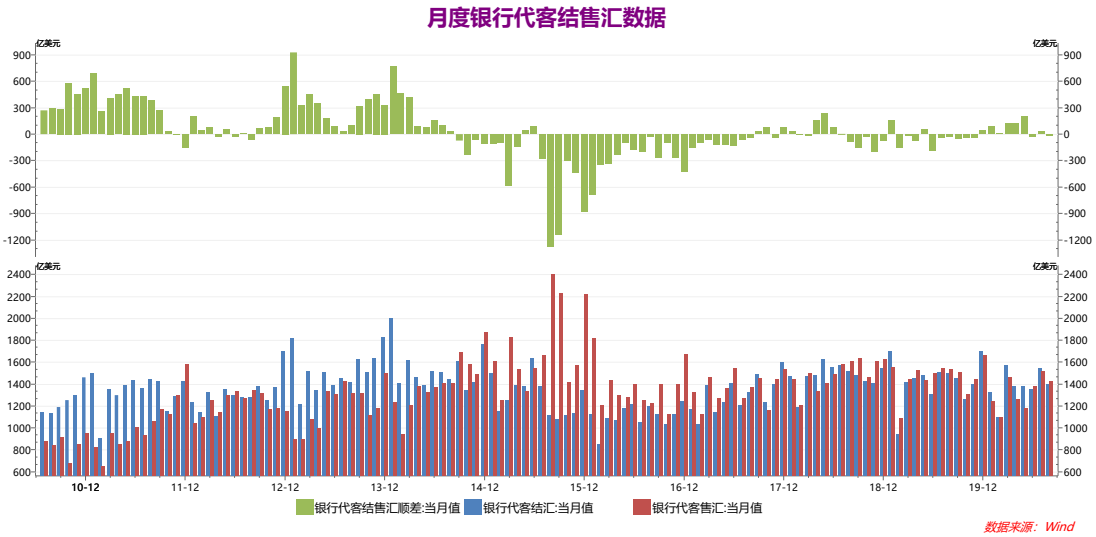
银行自身结售汇的增加和稳定一般和银行代客买卖黄金而产生的自身结售汇有关，8 月，黄金价格在高位出现了剧烈的震荡与调整。

图 2：月度银行自身结售汇数据




从银行代客的结售汇情况看，8 月逆差 24.12 亿美元，前值为顺差 32.12 亿美元。

图 3：月度银行代客结售汇数据




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意愿，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 184.63 亿美元，而远期

代客售汇的当月履约额为99.87亿美元。扣除掉远期合约在8月的履约额，8月，银行实际代客完成的结汇数据为1213.65亿美元，银行实际代客完成的售汇数据为1322.53亿美元，其差额为逆差108.88亿美元，前值为逆差64.92亿美元，逆差扩大。

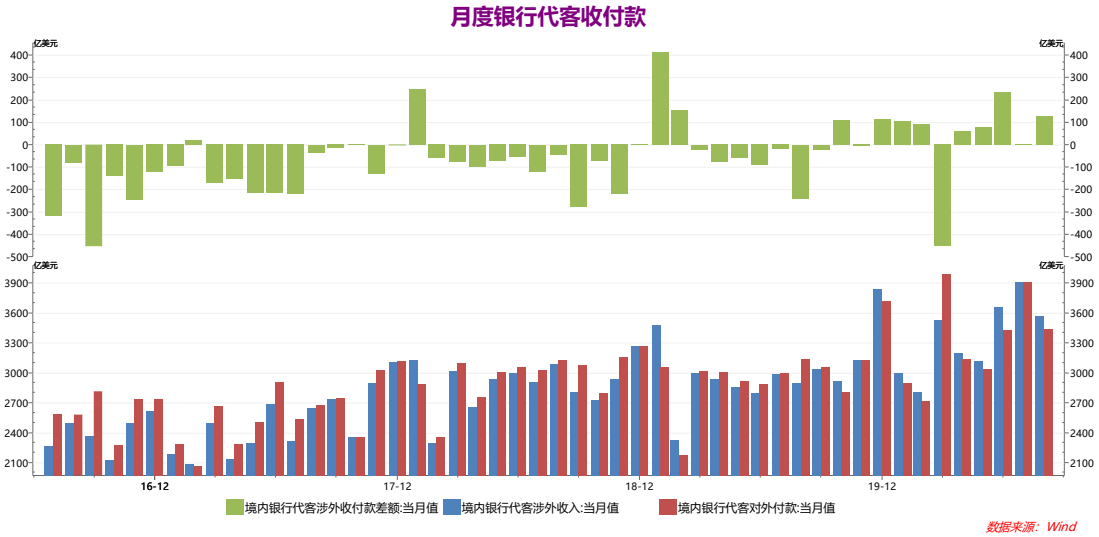
从分项目看，从分项目看，经常项目上，银行代客结汇逆差28.85亿美元，前值顺差25.6亿美元；其中，货物贸易顺差114.43亿美元，低于前值的161.31亿美元，服务贸易逆差67.69亿美元，低于前值的逆差79.32亿美元，收益与经常转移项逆差75.6美元，前值为逆差56.41亿亿美元。6月、7月和8月是境内外上市公司分红的高峰期，收益与经常转移项往往逆差相对较高。

在金融与储备性质账户上，顺差4.74亿美元，前值为顺差6.52亿美元，其中，直接投资转为顺差，顺差10.69亿美元，前值为逆差10.53亿美元，证券投资顺差11.27亿美元，前值为顺差46.76亿美元。

## 二． 银行代客收付款分析

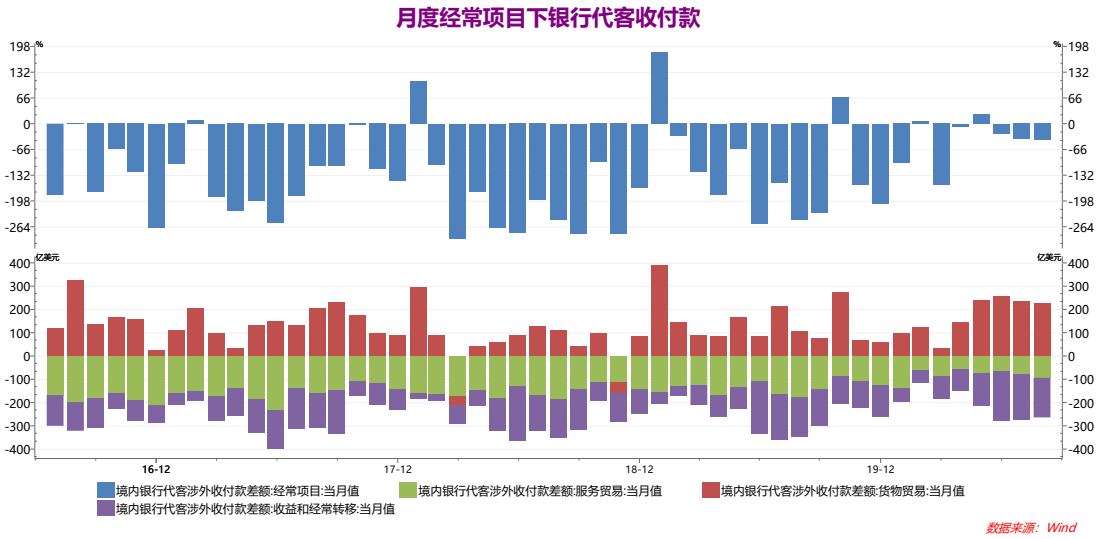
8月银行代客收付款逆差127.43亿美元，前值顺差2.28亿美元。顺差增加主要体现在金融和资本账户下的证券投资顺差和经常项目下货物贸易顺差扩大。

图4：月度银行代客收付款




其中，在经常项目下，从逆差 40.33 亿美元增加到逆差 43.02 亿美元。从分项看，货物贸易顺差从 233.61 亿美元缩小到 223.21 亿美元。服务贸易逆差从 76.71 亿美元小幅增加到 95.18 亿美元，收益与经常转移项逆差依旧较大，报 171.05 美元，前值为逆差 197.23 亿美元。

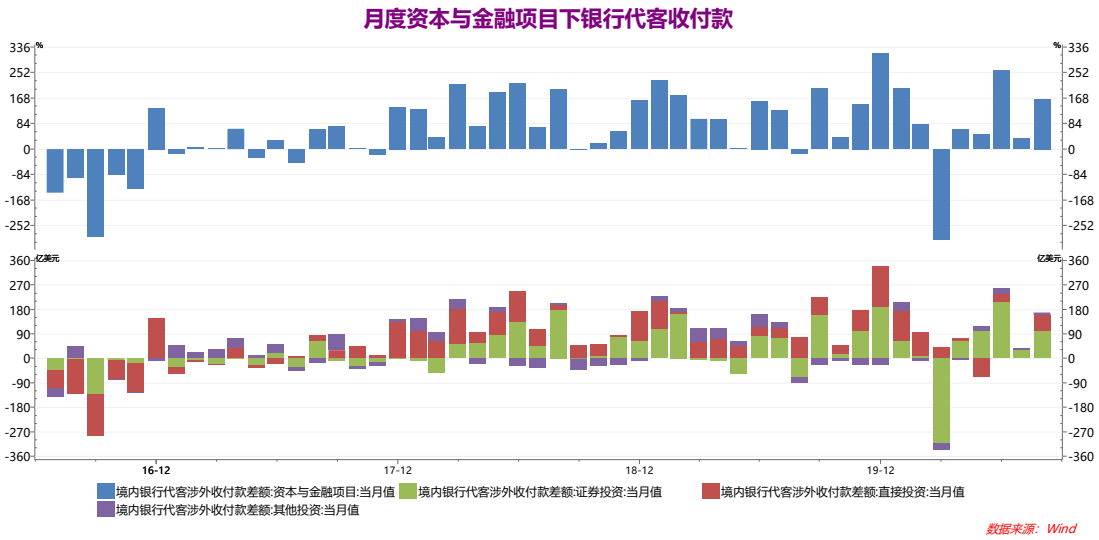
图 5：月度经常项目下银行代客收付款




在资本与金融项目下，顺差大幅增加，从 35.37 亿美元增加到 164.17 亿美

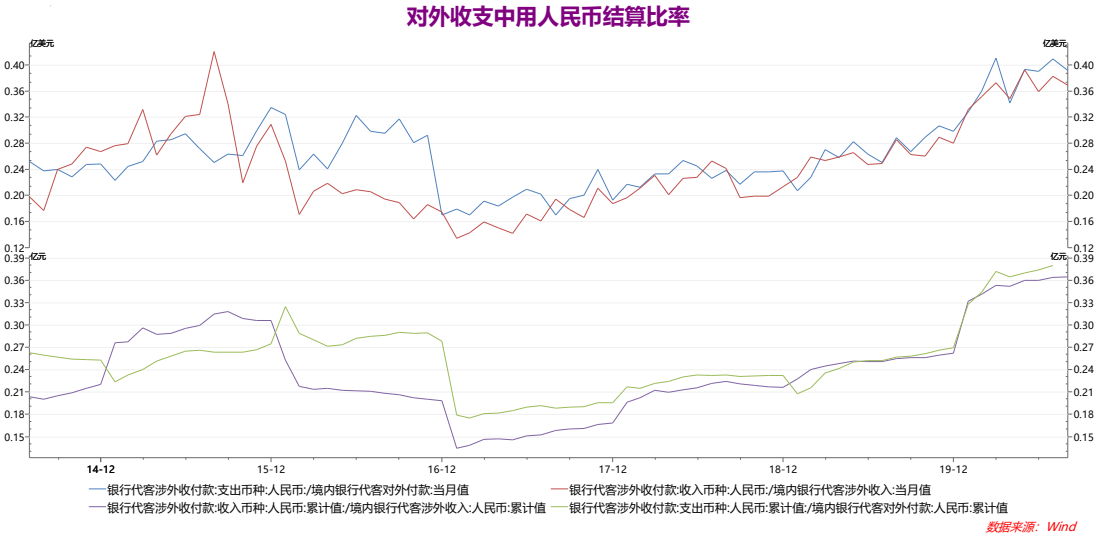
元，主要体现为证券投资顺差 99.42 亿美元，前值为 29.68 亿美元；直接投资顺差 57.23 亿美元，前值为逆差 0.01 亿美元，其他投资顺差 7.69 亿美元，前值为 5.84 亿美元。

图：月度资本与金融项目下银行代客收付款




在银行代客收付款方面，用人民币进行代客收付款的比率在 8 月较 7 月均有所回升。用人民币进行代客付款的比重从 41%下降到 39%，而用人民币进行代客收款的也从 38%回落到 37%。

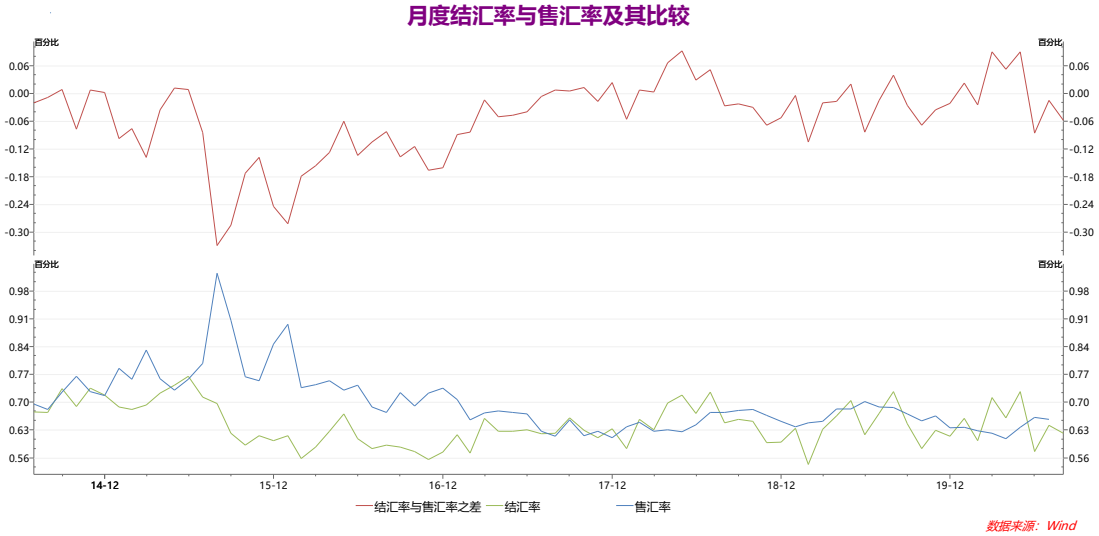
图：对外收支中用人民币结算比率




## 三． 结汇率与售汇率分析

尽管 8 月人民币汇率保持强势，而且银行代客结售汇顺差增加，但从 8 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率从 64%再度回落到 62%，售汇率却从 66%回升到 68%，结汇率与售汇率差值倒挂，报-6%，前值为-2%。

图 7：月度结汇率与售汇率及其比较



结汇率与售汇率差值倒挂说明市场对人民币升值的预期并不稳定。我们认为尽管人民币兑美元汇率出现相对强势走势，但是，依旧存在着很多包括中美关系在内的不确定性，人民币兑美元汇率依旧有望在均衡水平上维持双向波动。经过笔者长期观察，这个区间的大小在上下 4%到 5%之间，2018 年的波动区间在 6.3-6.9 元之间，2019 年的波动区间调整为 6.7-7.2 元之间。

但是，人民币的双向波动的最后结果必将走向汇率自由化、市场化、国际化。在新的国际形势下，在双循环的指导思想下，汇率的新改革可能提上了议程。我们注意到目前理论界对汇率的走向争论比较多，盛松成认为应抓紧目前有利时机，开放资本市场，推进汇率自由化、市场化和国际化；而余永定态度相对谨慎，汇率进一步改革需要寻找一个更好的时机，毕竟目前我国的国际收支等指标依旧不理想。而黄益平则认为汇改不存在一个最好时机，有些国家，如智利等选择了国际收支双巨额顺差的好时机进行汇改，当时汇改后确实导致了外资的流入，汇率的升值，但是也为以后的汇率大跳水、外资，特别是热币大流出埋下了伏笔。

我们认为汇率改革还是可能从防范系统性风险出发，按照循序渐进原则有计划推进，不断拓宽波动区间，如将现在上下 4%-5%波动区间拓宽到上下 8%，甚至 10%以上。

汇率到底如何走，笔者认为先看 6.7 元依旧是个重要的观察窗口，如果美元兑人民币跌破 6.7 元，而央行不采取相关干预的话，我们就有理由判断央行很可能拓宽了上下波动区间。

（银河期货研究所 20200919）

## 免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn