

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

从银行结售汇角度看 人民币汇率预期变化

分析师：

2019 年 04 月 19 日

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

在观察人民币汇率预期的微观因素指标中，除了之前提到的 1 年期无本金交割远期汇率（NDF）外，另一个重要参考指标就是银行的结售汇数据。

在银行结售汇数据大盘子中，涉及 8 个统计项数据，其中，只有远期结售汇当月签约额与即期结售汇当月发生额可以较好地反映市场对人民币汇率预期的情况。

2018 年 6 月份以来，人民币持续快速贬值，银行代客远期结汇签约额迅速下降，从 2018 年 5 月 282 亿美元的最高值持续回落至 10 月份 92 亿美元的低位，市场对人民币贬值预期争论升温，认为人民币汇率贬值可能像 2015 年汇改后的走势一样持续下跌，但是可以看到，即便 2018 年 10 月份的最低值 92 亿美元也相较 2015 年 8 月汇改后的最低值 22 亿美元高出许多，因此，从这一数据可以印证，两者并不能同日而语。

与此对应，如果远期结汇增加的原因是因为人民币贬值预期降温，则远期售汇签约额应该下降，数据正好印证。自 2017 年 9 月开始，银行代客远期售汇签约值快速上升，此后又迅速回落，此间人民币贬值趋势仍在持续，但银行代客远期售汇额却持续回落，这说明远期售汇额这一数据不支持人民币的持续贬值。至 2019 年 3 月止，银行代客售汇额持续徘徊在 50 亿美元低位，印证了当前人民币汇率相对稳定的走势。

风险提示：银行代客结售汇数据仅仅是监测人民币汇率预期的一个角度。

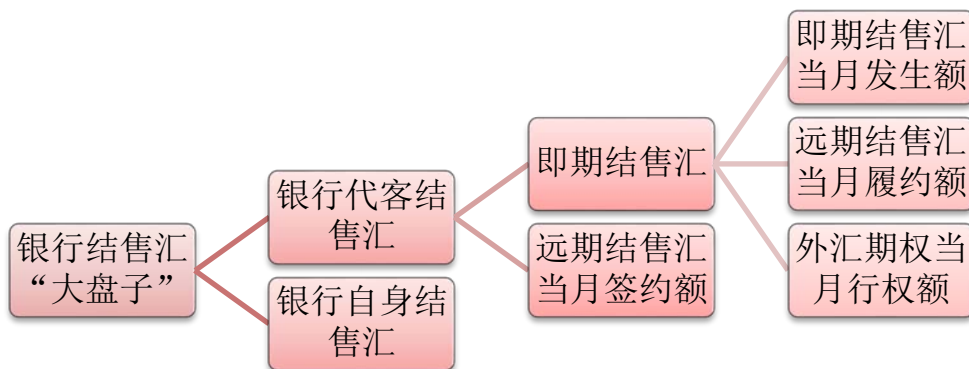
在观察人民币汇率预期的微观因素指标中，除了之前提到的 1 年期无本金交割远期汇率(NDF)外，另一个重要参考指标就是银行的结售汇数据。

银行结售汇数据——一个反映人民币汇率预期的“大盘子”

为什么说银行结售汇数据是个“大盘子”？因为，国家外管局定期发布的结售汇数据包括了多项内容，即银行结售汇总额、自身结售汇额、代客结售汇额度、远期结售汇额度等多项数据。这就像一个大盘子，并不能具体看出反映人民币汇率预期变化的粗略数据，需要从这个大盘子中挑选并计算出对人民币预期变化具有监测功能的有用数据。其中，能够反映人民币汇率预期的数据主要是这个大盘子中的两个，即远期结售汇当月签约额度和即期结售汇当月发生额。

总之，在银行结售汇数据大盘子中涉及 8 个统计项数据，其中，只有远期结售汇当月签约额与即期结售汇当月发生额可以较好地反映市场对人民币汇率预期的情况。

图1：银行结售汇的“大盘子”



资料来源：国家外汇管理局、国开证券研究部

为什么在结售汇数据的“大盘子”里只有这两个数据能够反映预期？

在银行结售汇的“大盘子”中，银行自身结售汇数据基本可以不关注，因为它主要涉及的是银行对外的股息、红利支付，海外利润的汇回以及对海外分支机构注入的资本金等，这部分资金额度一般很小，且季节性较强，对银行结售汇的“大盘子”影响较小。因此，排除了银行自身结售汇数据，就要在银行代客结售汇数据中来挑选可监测预期的数据指标。

在代客结售汇数据中，又可以分为远期结售汇和即期结售汇。代客远期结售汇最能直接反应市场的预期变化。远期结售汇当月签约额能够反应预期的逻辑是，若企业认为未来人民币将大幅贬值，则会在当月与银行签订远期售汇合约，以锁定未来更低的购汇价格。如果认为未来人民币将大幅升值，则会在当月与银行签订远期结汇合约，以锁定更有利的结汇价格。更重要的是，虽然理论上企业和个人都可以与银行进行远期结售汇操作，但是在我国只有企业才能与银行进行此操作，因此，银行代客远期结售汇能够较为明确地反映企业的预期变化，由于代客即期结售汇参与主体不仅有企业而且个人，不仅有即期发生额而且有远期履约额，没有代客远期结售汇签约额反映的更为干净、明确。虽然如此，不等于在代客即期结售汇数据中就无法反映人民币汇率的预期变化。代客即期结售汇数据既包括企业的即期交易数据，也包括个人的即期交易，如旅游、留学以及投资等，更包括远期结售汇的当月履约额以及外汇期权的当月行权额，而衍生品的履约额代表的是之前企业对市场的判断，不能代表企业对当前的汇率预期，因此，在代客即期结售汇数据中，抛去衍生品的履约额，挑出即期结售汇当月发生额这一数据也是能够反映人民币预期的指标，企业和个人明白自身预期可能存在方向判断的失误，所以不会孤注一掷，将所有头寸都放在远期合约上，还是会留存部分头寸在即期市场上进行结售汇操作。

这个被精挑出来的数据不是外管局直接公布出来的，需要计算得出。按照上图所示，需要用外管局公布的即期结售汇额度减去当月远期结售汇履约额来算出即期结售汇当月发生额。具体表示为：

- **远期结售汇当月履约额=上月末远期结售汇累计未到期额+本月远期结售汇签约额-本月末远期结售汇累计未到期额**
- **即期结售汇当月发生额=即期结售汇额-远期结售汇当月履约额**

代客远期结汇额缓慢回升印证人民币汇率企稳回升

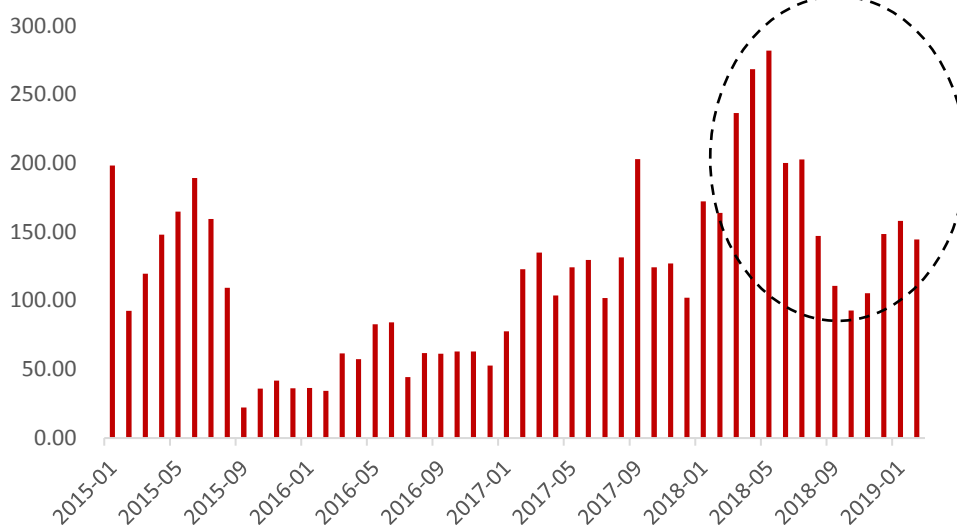
自 2015 年“8.11”汇改以来人民币汇率大幅贬值的 2015-2016 年期间，银行代客远期结汇签约额始终处于低位，维持在 50-80 亿美元之间，但在 2017 年美元指数开始持续下跌的进程中，远期结汇额度大幅上升，由之前的 50-80 亿美元区间上升至 100-150 亿美元的区间水平，同比和环比涨幅分别高达 257%和 58%，2017 年 9 月甚至超过了 200 亿美元的水

平。

2018 年 6 月份以来，人民币持续快速贬值，银行代客远期结汇签约额迅速下降，从 2018 年 5 月 282 亿美元的最高值持续回落至 10 月份 92 亿美元的低位，市场对人民币贬值预期争论升温，认为人民币汇率贬值可能像 2015 年汇改后的走势一样持续下跌，但是可以看到，即便 2018 年 10 月份的最低值 92 亿美元也相较 2015 年 8 月汇改后的最低值 22 亿美元高出许多，因此，从这一数据可以印证，两者并不能同日而语。

自 2018 年 11 月开始，与人民币汇率企稳相一致，银行代客结汇签约额企稳回升，目前，人民币汇率持续稳定在 6.7 附近，而银行代客结汇签约额稳定在 150 亿美元的水平。

图2：银行代客远期结汇签约额：当月值



资料来源：wind、国开证券研究部

与此对应，如果远期结汇增加的原因是因为人民币贬值预期降温，则远期售汇签约额应该下降，数据正好印证。

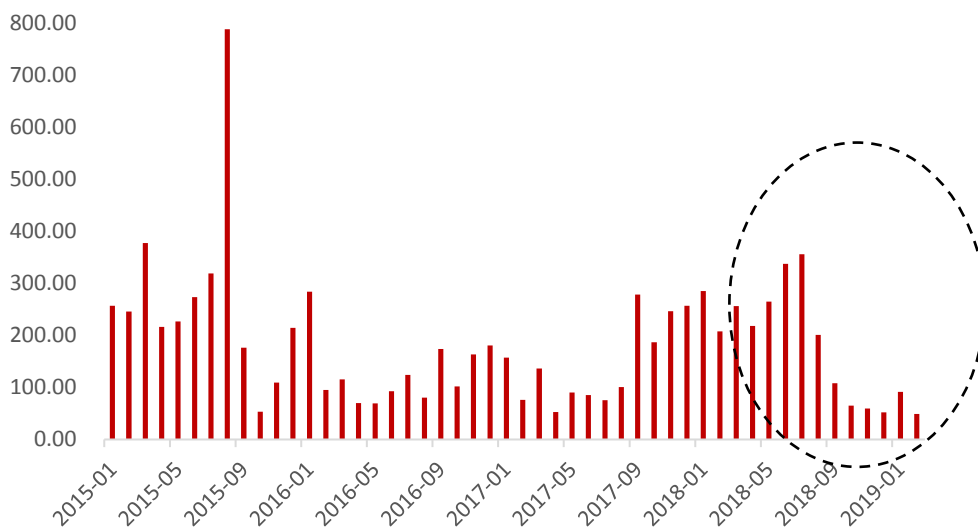
2015 年 8 月汇改当月，银行代客远期售汇签约额达到历史天量的近 800 亿美元，至 2016 年全年月度平均额也维持在 150 亿美元以上。

2017 年美元指数持续下行后，银行代客远期售汇签约额持续下降，直至 2017 年 4 月 52 亿美元的最低值，之后在逆周期因子出台后人民币汇率的持续上升背景下，始终维持在 50 亿美元的规模水平。

自 2017 年 9 月开始，银行代客远期售汇签约值快速上升至 280 亿美元

的水平，直至 2018 年 7 月的 356 亿美元的规模，环比涨幅达 550%。此后又迅速回落，维持在 50-100 亿区间的规模上，此间人民币贬值趋势仍在持续，但银行代客远期售汇额却持续回落，说明远期售汇额这一数据不支持人民币的持续贬值。至 2019 年 3 月止，银行代客售汇额持续维持在 50 亿美元低位，印证了当前人民币汇率相对稳定的走势。

图3：银行代客远期售汇签约额：当月值



资料来源：wind、国开证券研究部

风险提示：银行代客结售汇数据仅仅是监测人民币汇率预期的一个角度。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12959

