

疫情有所反映但有进一步释放过程

——评二月银行结售汇数据，兼析人民币汇率近期走势

内容提要：

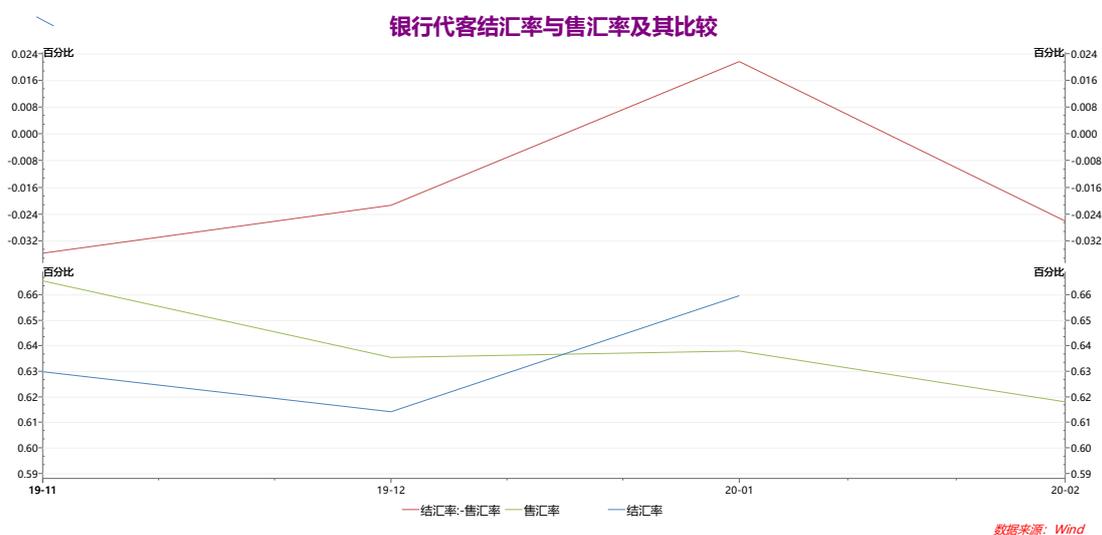
从二月银行的结售汇数据看，疫情对数据有所反映，表现在代客结汇金额和售汇金额环比均较大幅度下降；代客结售汇顺差大幅减少；扣除掉远期合约履行数据看，即期的代客结售汇逆差扩大；旅游收付逆差减少；外资流入减少；代客售汇率大幅下降导致代客结售汇率再次出现倒挂。而黄金价格的剧烈波动导致银行自身结售汇数据大增导致的银行结售汇金额大增掩盖了银行代客结售汇绝对数的下降。

我们认为尽管数据在一定程度尚反映了疫情的影响，但是，后续影响依旧存在，反映尚不够充分，有一个释放过程。人民币汇率预期则和境内外的疫情控制高度相关。

但是，我们认为人民币依旧有望维持在合理水平上的相对稳定，并保持双向浮动格局。人民币汇率的近期下浮主要是因为美元指数上升。最近，应当关注美元逼近 7.2 元关键位置时我央行的举动。

周末，国家外汇管理局公布了 2 月银行结售汇数据，数据显示，二月银行代客结汇率再次回跌，从 66% 下跌到 59%，而银行代客售汇率也出现了回落，从 64% 下跌到 62%。结汇率与售汇率之差再次转负，报 -3%。

图 1：银行代客结汇率与售汇率及其比较

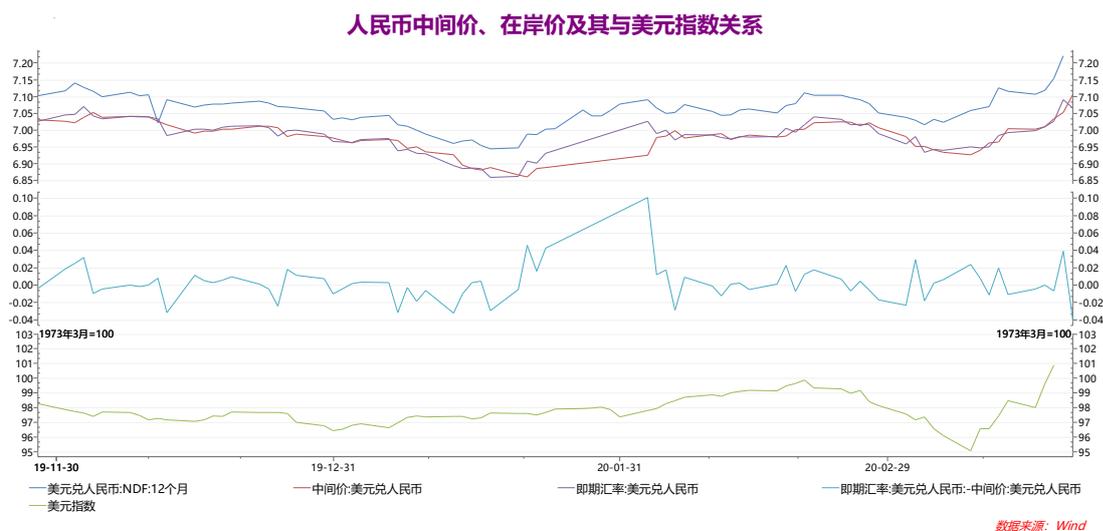


资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

一. 对人民币汇率走势的看法

受到疫情影响与变化，二月人民币汇率出现先抑制后仰的变动，在大部分时间内由于受到疫情影响，出现走弱相对比较坚挺，一度美元兑人民币的中间价升破了 7 元，但是，在月末的最后几天，由于疫情在境内外出现了转变，人民币在 2 月底和 3 月初出现了短暂的回升，但是，很快由于美元指数上升，人民币兑美元汇率出现了比较大的回落。

图 2：人民币汇率中间价，离岸价和美元指数关系

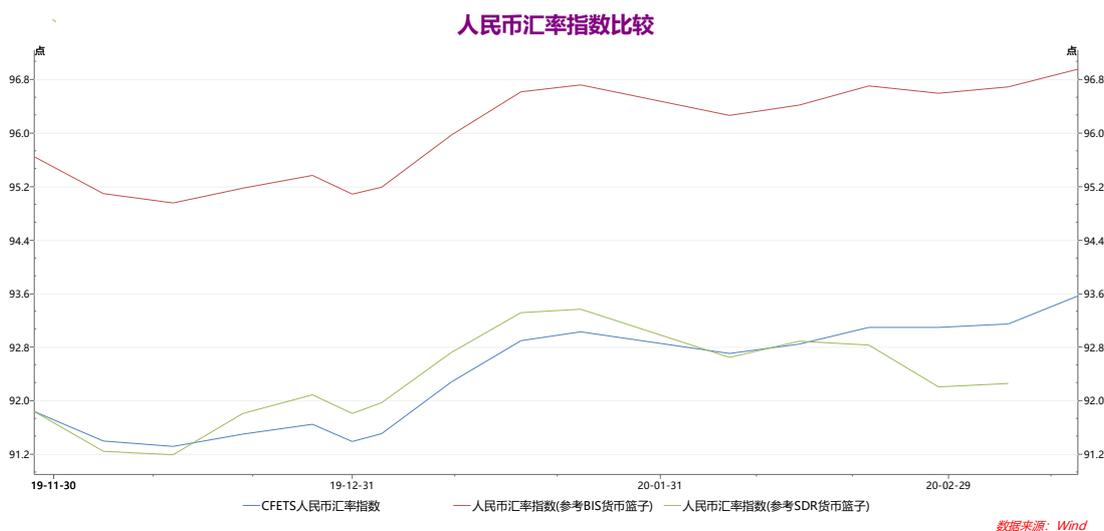


资料来源: 银河期货研究 外汇管理局 WIND

我们认为 3 月初以后的人民币汇率大幅走低是和美元指数走高相关的, 因为在面对全球经济衰退的背景下, 欧洲面临的挑战比美国更严峻。从 3 月的疫情看, 也是欧洲比美国更严峻。

人民币尽管 3 月兑美元出现了比较大的回落, 但兑日元和欧元及英镑等其他主要经济体的货币是升值的, 或保持相对坚挺。这我们可以从人民币汇率三大指数的走势中可见一斑。在三大指数中, 3 月依赖, 唯有参考 SDR 篮子货币的人民币汇率指数走低, 而 CFETS 人民币汇率指数和参考 BIS 篮子货币的人民币汇率指数却在走高, 其基本原因在于美元在各指数中的权重不同: 如在参考 BIS 篮子货币的人民币汇率指数中美元指数高达 46.85%, 而在 FETS 人民币汇率指数和参考 BIS 篮子货币的人民币汇率指数中, 美元仅分别占 21.59%和 19.68%的比例。

图 3: 因美元权重差异走势分化的三大人民币汇率指数



资料来源: 银河期货研究 外汇管理局 WIND

从央行对汇率的举措看,在美元升破7元后,人民币汇率中间价格完全跟随市场价格和美元指数进行了正常调整,没有启动逆周期因子或者其他干预措施。尽管央行计划在香港市场上发行100亿元的6个月离岸票据,但因为央行在离岸市场上发行人民币离岸票据已经进入常态化状态,因此,也没有必要过度地将其汇率挂钩进行解读。

美元升破7元以后,央行没有进行干预,说明7元不是一道坎,根据央行去年对人民币汇率的干预和管理路径,我们认为7.2元可能是道坎,值得密切关注。因为我们认为根据央行去年在汇率上的动向,人民币汇率是围绕着6.95元的水平在6.7元和7.2元间实现双向波动的。

7.2元为什么值得关注?如果人民币汇率再度跌破或跌进7.2元,央行如去年9月再度启用逆周期因子进行干预,说明7.2元依旧是人民币汇率的波动下限,相反,如果央行没有启用逆周期因子等手段进行干预,说明央行实际上可能已经拓宽了汇率波动的区间。毕竟人民币汇率改革的方向是走

向完全自由浮动的“清洁浮动”，不断的拓宽汇率波动去年是工作的方向。

我们注意到央行官员在周末的讲话，称人民币汇率将在 7 元左右进行双向浮动。即在合理均衡水平上，实现有管理的双向浮动的汇率政策没有改变。另一方面也说明，所谓的合理均衡水平已经被央行明确地下调到了 7 元左右的水平。事实上，根据笔者观察，近年来，所谓的人民币汇率的合理均衡水平一直在处于下调中，人民币合理均衡水平在 2018 年可能为 6.6 元。

目前看，疫情影响对汇率还是很重要的因素，从结售汇率看，尽管影响还不是很明显，但可能有个释放过程。如从短期看，疫情在经常项目上尽管导致货物贸易顺差的减少，甚至出现逆差，但是也因可能旅游服务的逆差而起到中和和抵消作用，但是，从中长期看，由于产业链的破坏，或者修复需要时间，贸易收支要恢复顺差或扩大顺差难度很大，而旅游服务上由于疫情好转，出境旅游的恢复，旅游服务的逆差反弹立竿见影，从而导致经常项目逆差或者顺差减少的中长期化，进而对汇率产生重大影响。

二. 银行结售汇数据分析

从 2 月的银行结汇额和售汇额看，疫情的影响尚没有波及。一是银行结售汇差额为顺差，顺差从前值的 63.85 亿美元扩大到 141.78 亿美元；二是因为无论是结汇额还是售汇额的绝对金额均没有出现明显的下降。

但我们注意到先前公布的 2 月外汇占款和外汇储备数据均出现了减少。

图 4：银行结汇与售汇额及其差异

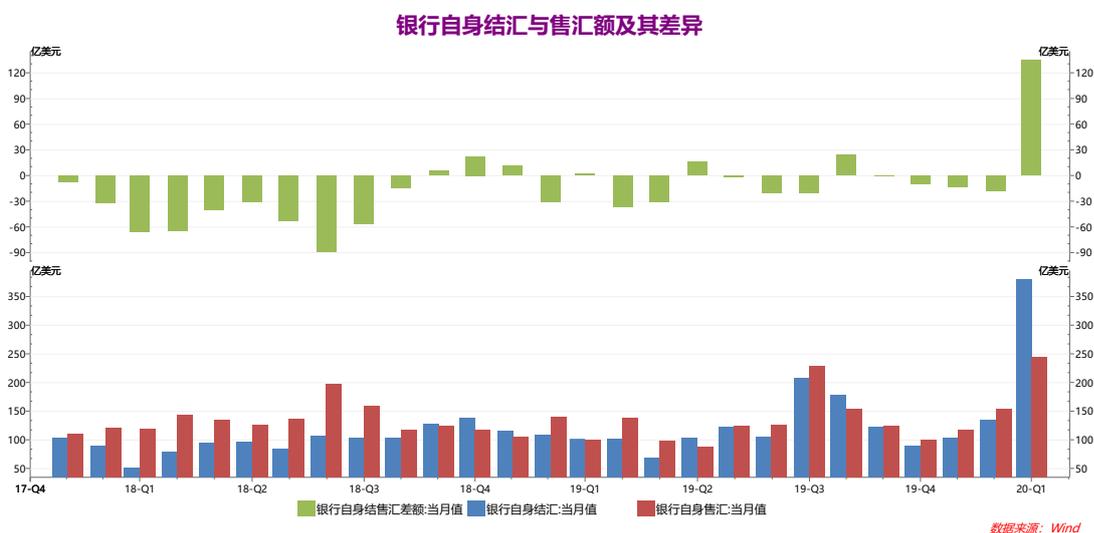
银行结汇与售汇额及其差异



资料来源: 银河期货研究 外汇管理局 WIND

但是，银行结售汇顺差可能主要来自于银行自身的结售汇额，银行自身结售汇顺差了 134.53 亿美元。

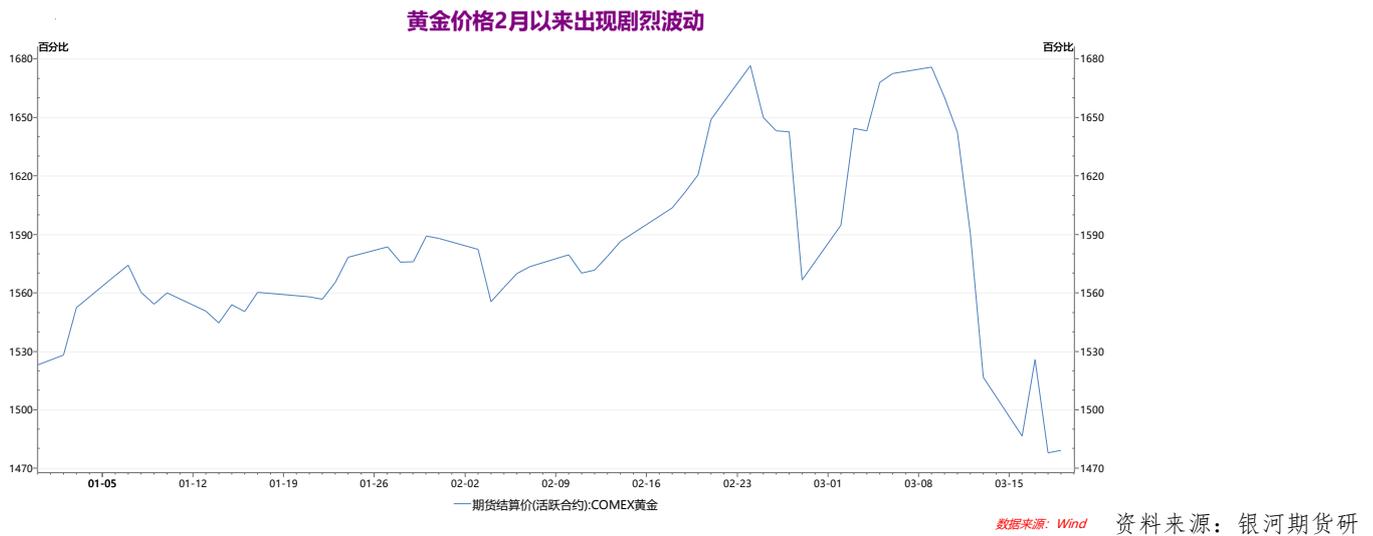
图 5: 银行自身结售汇及其差额



资料来源: 银河期货研究 外汇管理局 WIND

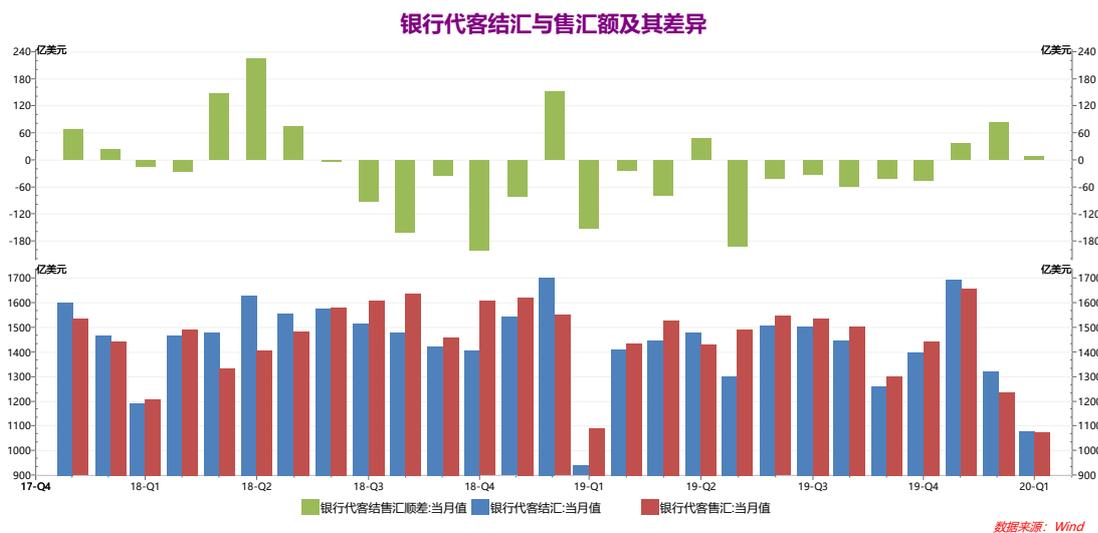
同时，银行自身结售汇的数据有了明显的增加，这可能和国际市场上黄金价格的剧烈波动而增加了银行客户的交易有关。

图 6：黄金价格 2 月以来出现剧烈波动



从银行代客结售汇看，不管是结汇金额、售汇金额还是顺差急剧减少，顺差前值为 82.84 亿美元，但是 2 月下跌到 7.25 亿美元。说明疫情影响已经显示，后续影响可能还会延续。

图 7：银行代客结售汇及其差额



资料来源: 银河期货研究 外汇管理局 WIND

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 169.42 亿美元, 而远期代客售汇的当月履约额为 62.29 亿美元。扣除掉远期合约在 2 月的履约额, 在 2 月实际进行的当期结售汇数据看, 2 月, 银行实际代客完成的结汇数据为 909.79 亿美元, 银行实际代客完成的售汇数据为 1009.67 亿美元, 其差额依旧为逆差, 但数据从前值的 9.32 亿扩大到 99.88 亿美元。

三. 银行代客收付款分析

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_6334

