



管涛：10月外汇市场分 析报告





摘要

10 月份，人民币双边汇率和多边汇率齐升，对出口企业财务影响和出口竞争力影响加大；“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥；境内外汇延续供大于求，但银行结售汇总顺差有所收窄；国际收支口径跨境资本偏流出压力加大。

10 月份，美元指数高位震荡，月中继续创年内新高，当月累计微跌 0.1%，而人民币汇率中间价累计升值 1.5%，明显大于前 3 个月的变动幅

度。今年以来，人民币成为比美元更强的世界强势货币。

10 月份，在人民币升值情况下，市场结汇意愿减弱、购汇意愿增强。当月，银行间即期询价成交量均值为 446 亿美元，创数据公布以来最高，一定程度上受到国庆长假的影响。

10 月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差 116 亿美元，延续外汇供大于求状态，顺差规模环比减少，表明当月人民币升值及时释放了市场压力，避免预期积累。

10 月份，货物贸易收付款顺差扩大，但结售汇顺差收窄，反映出贸易项下结汇力度减弱、购汇力度增强；货物贸易收付款差额与进出口差额的负缺口进一步扩大，主因在于出口少收款规模创历史新高。

前 10 个月，货物贸易结售汇顺差是银行结售汇总顺差的主要来源，但同期银行代客资本项下结售汇也是顺差，并未对贸易结售汇顺差形成有效对冲，二者共同驱动了人民币的独立行情，加大了汇率超调的风险。

10 月份，银行代客远期结售汇签约额以及远期结售汇对冲比率显示，市场防范汇率波动风险力度减弱，但防范人民币贬值风险力度仍然强于升值风险；银行代客售汇中的远期购汇履约占比明显回落，反映前期市场防范人民币贬值风险的力度减弱。

10 月份，国际收支口径的跨境资本偏流出压力加大；股票通项下累计净流入资金规模环比增加；但债券通项下境外机构增持人民币债券规模减

少，境外机构继续增持国债、减持同业存单，规模均较上月有所收窄。

正文

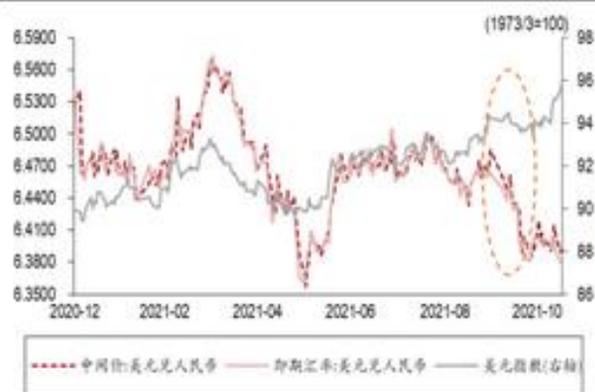
11月19日，国家外汇管理局发布了10月份外汇收支数据。现结合最新数据对10月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

美元指数震荡微升，人民币汇率不跌反涨

10月份，美元指数高位震荡，最高升至94.52，继续创年内新高，当月累计微跌0.1%。不过，人民币汇率并未跟随美元指数呈现震荡走势，反而是一路升值，中间价从9月末的6.4854升至10月末的6.3907，累计升值1.5%，而前三个月中间价变动幅度均在0.3%以下。其实，7月份以来，人民币汇率与美元指数走势便开始出现背离，美元指数震荡上行，人民币走势也非常强劲（见图表1）。截至10月末，CFETS人民币汇率指数已经升至100上方，创2016年以来新高，当月累计上涨0.6%（见图表2）。

今年以来，人民币汇率升值主要反映了市场供求的影响。前10个月，人民币兑美元汇率中间价累计上涨1.342元，其中收盘价相对当日中间价偏强累计贡献了139%，除3和6月份外，其他各月收盘价相对当日中间价均为累计偏升值方向。由于美元指数反弹，人民币兑美元升值，今年人民币成为比美元更强的世界强势货币。前10个月，美元指数累计上涨4.6%，CFETS人民币汇率指数累计上涨5.7%，其中7月份以来累计上涨2.3%（见图表1和图表2）。

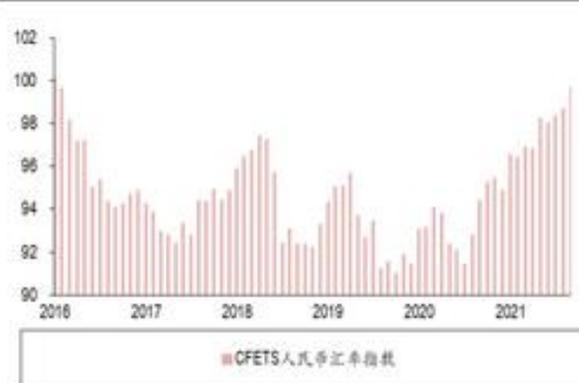
图表 1. 境内人民币对美元汇率与美元指数走势



资料来源：万得，中银证券

注：即期汇率为境内银行间外汇市场下午四点半收盘价。

图表 2. CFETS 人民币汇率指数



资料来源：万得，中银证券

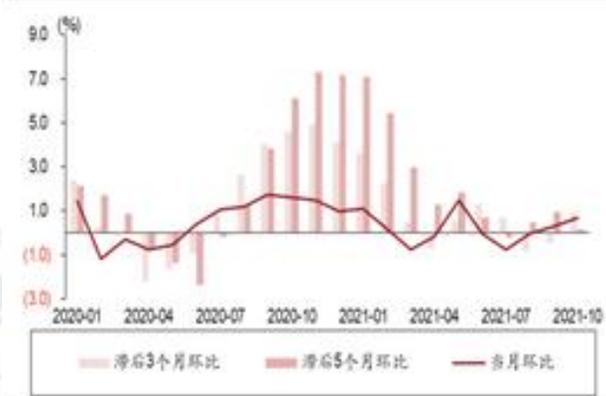
先观涛

人民币双边汇率和多边汇率齐升，对出口企业财务影响和出口竞争力影响加大

10 月份，人民币汇率收盘价均值为 6.4141，较上月升值 0.7%。当月，滞后 3 个月环比的收盘价均值上涨 0.9%，前 2 个月分别下跌 0.8%、0.5%；滞后 5 个月环比的收盘价均值上涨 0.1%，连续 3 个月上涨，但涨幅明显变小（见图表 3）。这表明，人民币汇率变化对收款账期较短的出口企业的财务影响加重，但对收款账期较长的出口企业的财务影响有所缓解。

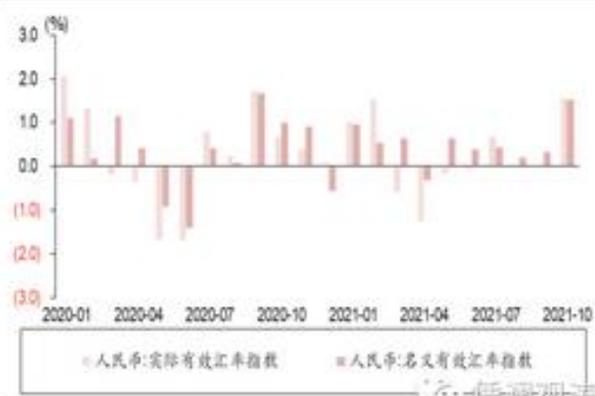
10 月份，国际清算银行公布的人民币名义有效汇率指数上涨 1.5%，今年以来除了 4 月份出现环比下跌外，其它月份均在上涨，较上年末累计上涨 5.5%；而剔除通胀因素后的人民币实际有效汇率指数上涨 1.6%，较上年末累计上涨 2.7%，小于名义有效汇率指数涨幅，但大于同期人民币汇率收盘价累计涨幅 2.2%，表明人民币汇率变化对出口竞争力影响加大，不过迄今总体上影响依然较为有限（见图表 4）。

图表 3. 人民币汇率收盘价均值变动情况



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 人民币实际/名义有效汇率指数变动情况

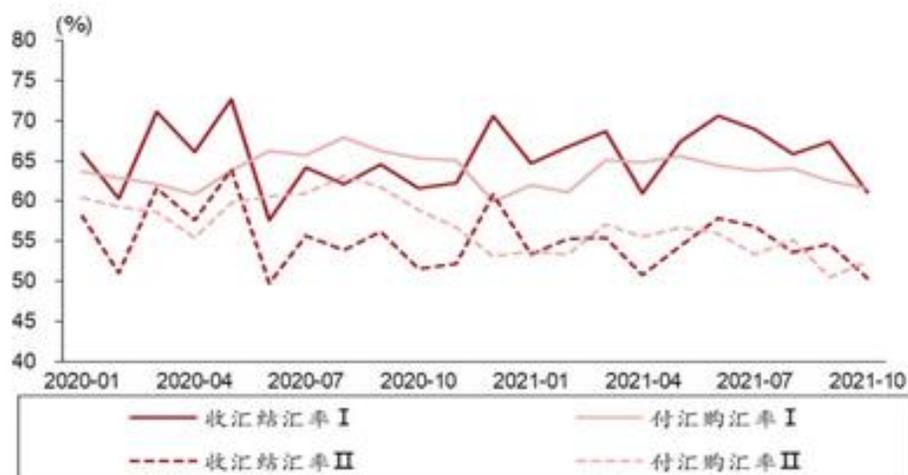


资料来源：BIS，万得，中银证券

市场结汇意愿减弱、购汇意愿增强，即期询价成交量月度均值创历史新高

10 月份，以银行代客结汇占涉外外币收入的比重衡量的收汇结汇率为 61.1%，环比回落 6.2 个百分点；以银行代客售汇占涉外外币支出的比重衡量的付汇购汇率为 61.6%，环比回落 1.0 个百分点（见图表 5）。我们剔除银行代客结售汇中的远期履约数据，得到银行代客即期结汇和售汇数据，据此计算得到，10 月份收汇结汇率下降、付汇购汇率上升，二者缺口由上月+4.1 转为-2.1 个百分点（见图表 5）。人民币升值情况下，市场结汇意愿明显减弱，但购汇意愿增强，即“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用依然正常发挥。

图表 5. 市场结售汇意愿变化

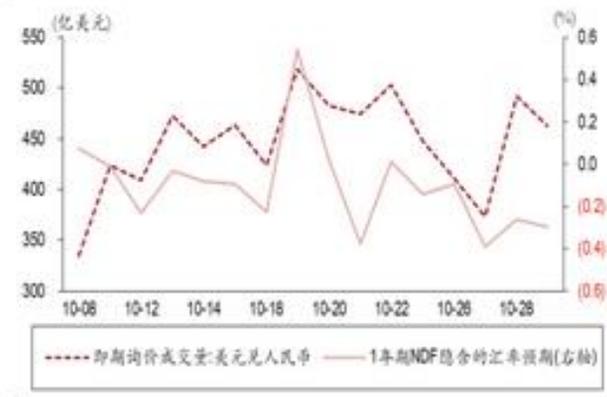


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：(1) 收汇结汇率 I = 银行代客结汇 / 银行代客涉外外币收入，付汇购汇率 I = 银行代客购汇 / 银行代客涉外外币支出；(2) 收汇结汇率 II = (银行代客结汇 - 远期结汇履约) / 银行代客涉外外币收入，付汇购汇率 II = (银行代客购汇 - 远期购汇履约) / 银行代客涉外外币支出；(3) 远期结(售)汇履约 = 上月远期结(售)汇累计未到期额 + 当月远期结(售)汇签约 - 当月远期结(售)汇累计未到期额；(4) 图中数据均为半月计算结果，为了剔除季节性因素影响，我们计算3个月移动平均线。近期结汇和购汇付汇购汇率发现，二者均较上月回落，但前者降幅明显大于后者，不影响基本判断。

10 月份，银行间即期询价成交量均值为 446 亿美元，创数据公布以来最高。当月，16 个交易日中 14 个交易日的成交量超过 400 亿美元，成交量变化与人民币汇率预期变化较为一致，即人民币贬值预期减弱甚至升值预期增强时，即期询价成交量增加。尤其是 10 月 19 日，人民币汇率收盘价升破 6.40，1 年期 NDF 隐含的人民币汇率升值预期跳升至 0.5%。受此影响，当日即期询价成交量高达 519 亿美元，为数据公布以来第 8 位（见图表 6）。不过，10 月份银行间即期询价成交量均值较高，在一定程度上受到国庆长假的影响，导致长假之外的交易日成交比较集中，符合历史规律（见图表 7）。由于交易天数减少，因此 10 月份累计成交量为 7138 亿美元，较上月减少 2.1%，为年内次低，仅高于 2 月份的 4896 亿美元。

图表 6. 即期询价成交量与人民币汇率预期变化



资料来源：万得，中银证券

注：隐含的汇率预期=中间价/（1年期NDF-（1年期远掉期/10000））-1；1年期远掉期=（买入价+卖出价）/2；如果内地市场和香港市场只有一个开市，即沿用闭市市场的上一个交易日的价格；负值代表贬值预期，正值代表升值预期。

图表 7. 2016 年以来外汇成交量月度均值变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

先观洞悉

境内外汇延续供大于求，但银行结售汇总顺差有所收窄

10 月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差 116 亿美元，延续外汇供大于求状态，只是顺差规模环比减少 85 亿美元。分项来看，银行即期结售汇顺差 165 亿美元，环比减少 44 亿美元（银行代客结售汇顺差 183 亿美元，环比减少 85 亿美元）；银行代客远期净结汇未到期额环比减少 39 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比减少 11 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇需求 50 亿美元，而上月增加了 9 亿美

二 / 1000000

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_29948

