

银行结售汇、外汇占款与流动性

迄今为止，没有直接的证据表明，央行在结售汇顺差、人民币升值情况下重新直接入市干预。银行对外资产特别是对外外币金融资产变动，或成了境内外汇供求缺口的蓄水池和调节器。无论央行还是商业银行，评判市场流动性松紧都是基于总量角度，而不会简单就外汇供求状况做出响应。

- 1994 年汇改以来有两个重要的制度或政策变迁：一是银行对客户办理结售汇业务的资金来源发生变化；二是央行汇率调控政策从外汇市场常态化干预转为基本退出。银行代客结售汇差额和央行外汇占款变动额的相关性在 2017 年之后明显减弱。
- 2020 年，银行即远期（含期权）结售汇顺差 2152 亿美元。鉴于全年 CNH 总体较 CNY 偏弱，市场应该偏向于在境内购汇、境外结汇。这种情形下，境内银行结售汇应大部分转为银行自身持有。这些顺差不会简单地被“消失”了，而是转为了银行对外资产运用。
- 理论上讲，当央行基本退出外汇常态干预情况后，央行外汇占款变动趋于稳定，银行结售汇顺差对央行资产负债表的影响偏中性。但有分析指出，结售汇顺差占用银行自有资金，增加银行准备金存款，对银行体系流动性有紧缩效应。不过，鉴于净结汇转化成的人民币存款可以增加可贷资金来源，有货币乘数效应，且结售汇顺差或反映市场风险偏好提升，有助于提高货币流通速度，故对前述紧缩效应不宜过分夸大。
- 近期境内货币市场利率快速走高，再度引发了市场对于结售汇顺差对市场流动性影响的讨论。但 1 月份境内银行间外汇市场即期询价交易的日成交量环比有所下降，或表明外汇供求失衡较上月有所缓解。因此，主要影响市场流动性的是央行货币政策操作。
- 风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300119080013

最近，有两个市场现象引起了广泛热议。一个是2020年境内外汇供大于求缺口2000多亿美元，但央行外汇占款下降。特别是12月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差合计984亿美元，当月央行外汇占款下降329亿元人民币。这些顺差都去哪儿了？另一个是2021年1月底货币市场利率再度上行，月末DR007已趋近利率走廊上限。这与银行结售汇大顺差导致的市场流动性紧缩有关吗？本文拟就此谈谈几点看法。

一、1994年汇改以来两个重要的制度或政策变迁

一个是**银行对客户办理结售汇业务的资金来源变化**。1994年外汇体制改革，在官方汇率与外汇调剂市场汇率并轨，实行以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度后，取消外汇留成与上缴制度，实行外汇指定银行制度，引入了银行结售汇安排，建立了全国统一规范的银行间外汇市场。

基于外汇指定银行制度的银行结售汇安排，是要求境内所有对客户的结售汇（即本外币兑换）都必须通过有结售汇业务资格的商业银行办理¹。其中，银行从客户买入外汇被称作银行结汇，银行向客户卖出外汇被称作银行售汇或购汇。

银行结售汇是一个重大的制度创新。除了当时因为外汇短缺，对中资企业经常项目外汇收入实施强制结汇外（2008年起改为允许100%保留经常项目外汇收入），还改变了银行对客户本外币兑换业务的资金来源。

1994年之前实行外汇留成与上缴制度，存在计划分配和市场调节并存的外汇双轨制。客户大部分的外汇交易通过外汇调剂市场或中心进行，使用外汇调剂市场汇率办理；剩余部分由银行对客户按官方挂牌汇率买卖外汇，使用的本外币资金均来自央行账户，属于真正意义的代央行办理结售汇业务。银行用央行提供的人民币资金从客户买入外汇后，向央行办理外汇移存业务；银行用央行提供的外汇向客户卖出外汇时，向央行办理外汇提取业务。

自1994年起引入银行结售汇制度后，银行用自有本外币资金对客户办理本外币兑换，然后在外汇局核定的结售汇头寸上下限范围内，到银行间外汇市场（即中国外汇交易中心系统（CFETS），总中心在上海）平盘²。结售汇头寸超出上下限范围的，银行必须强制平盘；在上下限范围内的，银行可以自主选择。

另一个是**央行汇率调控政策的变化**。1994年至2017年间，为实现人民币汇率有管理的浮动，央行外汇市场干预常态化；2018年以后，随着人民币汇率由单边走势转为双向波动，央行基本退出外汇市场常态干预（见图表1）。

¹ 为保持外汇政策的连续性，1996年6月底之前，外商投资企业还被允许在外汇调剂市场买卖外汇，直到同年7月1日起纳入银行结售汇体系。但各地外汇调剂市场或调剂中心继续保留，以备不及之需，直到1998年底才被最终关闭。

² 中国银行结售汇头寸管理经历了从现金收付制头寸管理向权责发生制头寸管理，从正区间管理到正负区间的演变。2010年和2013年，为应对热钱流入、汇率升值压力，还曾经作为宏观审慎措施，将银行结售汇头寸管理分别与远期结汇和国内外汇贷款挂钩。

图表 1. 银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）银行代客即远期结售汇差额从 2016 年 2 月起有数据；（2）银行代客即远期（含期权）结售汇差额从 2017 年 1 月起有数据；（3）央行外汇占款变动额以当月境内银行间市场下午四点半收盘价的月平均值折美元。

外汇局自 2001 年 1 月起公布银行代客即期结售汇数据，从 2010 年 1 月起开始公布银行自身结售汇和代客远期结售汇数据，从 2016 年 1 月起开始公布银行代客期权交易数据。基于数据的可获得性，我们比较了三组月度银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额（折合美元）之间的相关性。三组数据显示，2001 年初至 2020 年底，二者间均有较强的正相关性，即结售汇顺差对应央行外汇占款增加、逆差对应央行外汇占款减少。其中，2017 年底之前，二者间的强正相关性均高于 2001 年初至 2020 年底；2018 年 1 月至 2020 年 12 月，二者间均降为弱正相关，分别为 0.133、0.008 和 0.041，显示结售汇差额与央行外汇占款变动基本不相关（见图表 2）。

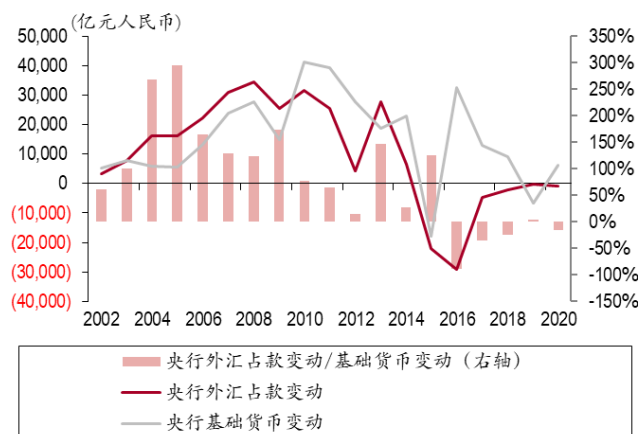
图表 2. 银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额的相关性

时间区间		相关性
银行代客 即期结售汇	2001 年 1 月至 2020 年 12 月	0.838
	2001 年 1 月至 2017 年 12 月	0.854
	2018 年 1 月至 2020 年 12 月	0.133
	2020 年 1 月至 2020 年 12 月	-0.771
银行代客 即远期结售汇	2010 年 2 月至 2020 年 12 月	0.826
	2010 年 2 月至 2017 年 12 月	0.865
	2018 年 1 月至 2020 年 12 月	0.008
	2020 年 1 月至 2020 年 12 月	-0.755
银行代客 即远期（含期权）结售汇	2016 年 2 月至 2020 年 12 月	0.627
	2016 年 2 月至 2017 年 12 月	0.867
	2018 年 1 月至 2020 年 12 月	0.041
	2020 年 1 月至 2020 年 12 月	-0.695

资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

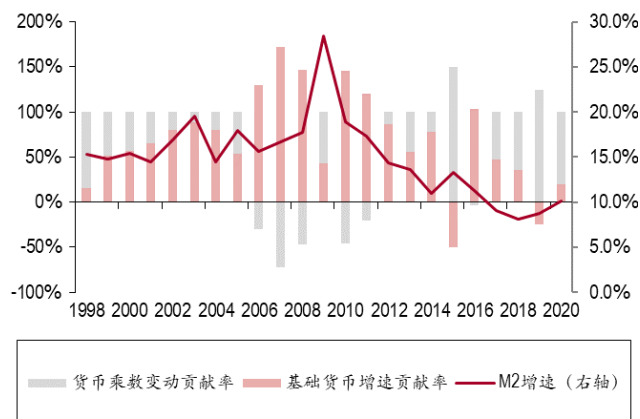
2003 至 2014 年间，我国外汇储备持续增加、外汇占款增多。到 2013 年底，央行总资产中，外汇储备资产占比达到 83.3% 的峰值，较 2002 年底提高了 40 个百分点。其间，央行通过发行央票、提高法定存款准备金率等方式对冲，以抑制基础货币投放过多可能引发的通货膨胀、信贷膨胀和资产泡沫风险。2003 至 2014 年间，外汇占款变动与基础货币变动之比平均为 132.7%（见图表 3）。同期，基础货币增长对广义货币 M2 增长的平均贡献率为 100.1%，较 1998 至 2002 年平均贡献率上升了 46.2 个百分点（见图表 4）。这表明，2014 年之前，M2 增长基本是靠央行扩表带来的基础货币投放扩张所驱动。

图表 3. 中国央行外汇占款与基础货币变动及二者之比



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

图表 4. 中国广义货币供应增长及其构成



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

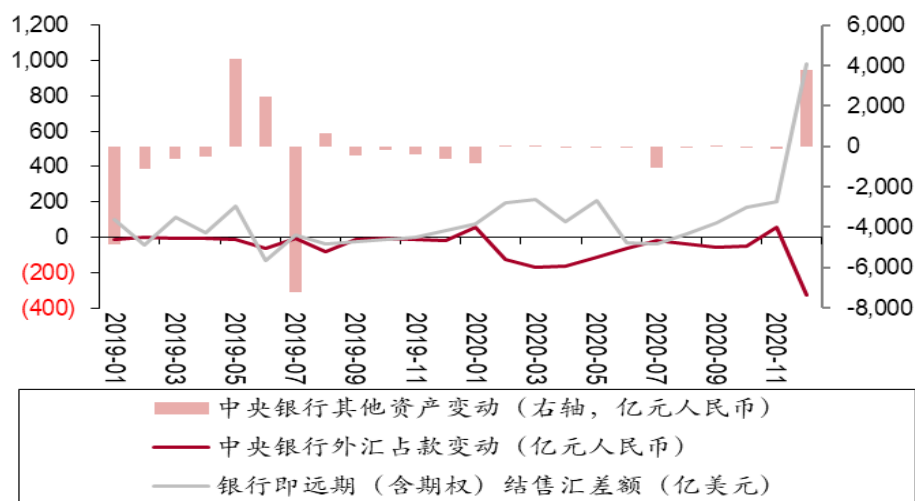
2015 年“8.11”汇改，人民币汇率意外贬值。自此，央行外汇占款连年下跌（实际上 2014 年下半年就开始了）。央行转而通过 MLF、SLF、PSL 等工具，对冲外汇占款减少的影响。2018 年起，随着人民币汇率由单边下跌转为双向波动，央行更是通过降准进一步释放中长期流动性。2015 至 2020 年，央行外汇占款累计减少 5.94 万亿元，基础货币投放却累计增加 3.63 万亿元（见图表 2）。同期，货币乘数由 2014 年的 4.18 倍升至 2020 年的 6.62 倍，货币乘数上升对 M2 增长的平均贡献率为 77.9%，较 2003 至 2014 年上升了 78.0 个百分点（见图表 4）。这显示过去六年来，货币乘数提高成为 M2 增长的重要驱动力。

二、无干预情形下结售汇顺差转变成成为银行对外资产运用

2020 年，银行代客即远期（含期权）结售汇顺差 2006 亿美元，但同期央行外汇占款反而下降 1009 亿元人民币，折合 147 亿美元。全年，银行代客结售汇仅有 6 月和 8 月份为逆差，央行外汇占款则仅有 1 月和 11 月份增加（见图表 1）。同期，三组月度银行代客结售汇差额与央行外汇占款变动额之间均为强负相关，即结售汇顺差反而外汇占款减少（见图表 2）。这表明，境内外汇供求状况与央行外汇占款变动基本是南辕北辙。

即便考虑了银行自身结售汇因素后，前述结论依然未变。2020 年，包括自身结售汇在内的银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 2152 亿美元，略大于代客结售汇顺差。其中，银行结售汇仅有 6、7 月份为逆差（见图表 5）。

图表 5. 银行结售汇差额与央行资产负债表变动额

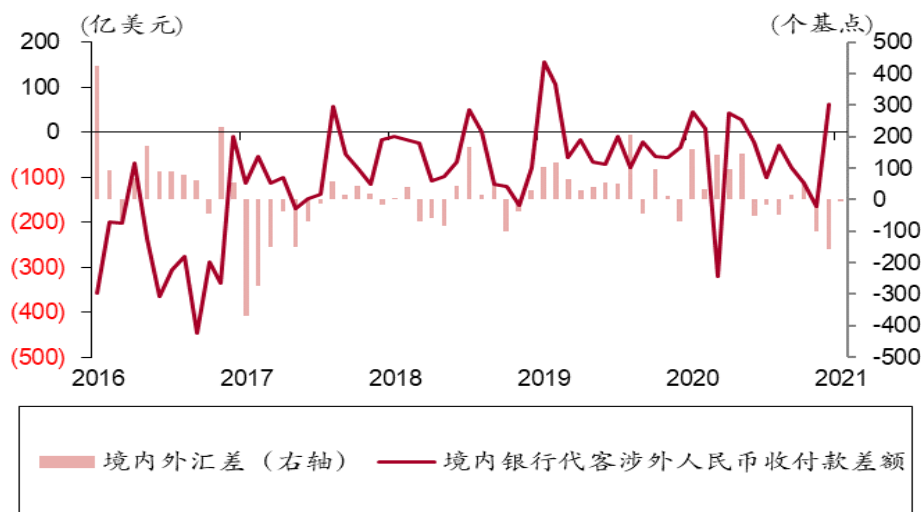


资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

央行以往曾有以外汇储备注资，或与其他机构开展货币掉期或委托贷款的政策性操作。这类交易通常会被记录为央行其他资产增加，而减记央行国外资产（即外汇占款）。但 2020 年央行其他资产总计仅增加 1713 亿元人民币，折合 281 亿美元（见图表 5）。与央行外汇占款变动合计，全年央行资产折合净增 134 亿美元，仅相当于同期银行结售汇顺差的 6.2%，杯水车薪。虽然 2020 年 12 月份，外汇占款与其他资产合计折合净增 530 亿美元，相当于同期银行结售汇顺差的 53%，但全年仅该月合计数为正值，当年月度银行结售汇差额与央行两项资产变动额合计数之间仍为强负相关 0.764。这表明前述境内外汇供过于求、央行外汇占款减少的悖论继续成立。

近年来，中国也加快了外汇市场对外开放步伐，允许符合条件的境外银行成为银行间外汇市场（即中国外汇交易中心系统）会员，直接入市买卖外汇。2020 年，境内银行代客涉外收付中，人民币跨境收付为净流出 649 亿美元。同时，离岸人民币汇率 CNH 总体较在岸人民币汇率 CNY（境内银行间市场下午四点半收盘价）偏弱，市场应该偏向于在境内购汇、境外结汇（见图表 6）。故不排除境内银行结售汇顺差，一部分为境外银行从银行间市场买入持有（如通过人民币购售业务渠道），另一部分为境内银行自身持有（表现为银行结售汇头寸增加）。

图表 6. 银行代客涉外人民币收付款差额与境内外汇差

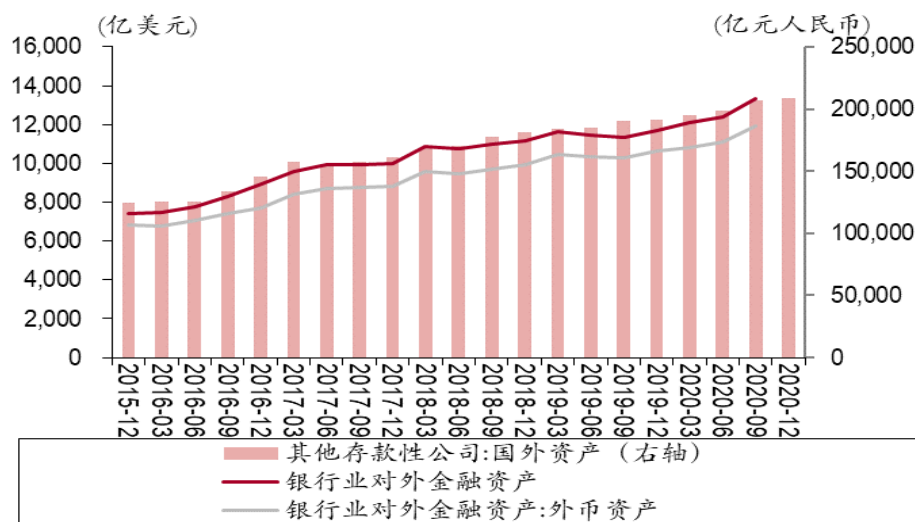


资料来源：中国外汇交易中心，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）境内外汇差=10000*（月均离岸人民币汇率-月均在岸人民币汇率）；（2）在岸人民币汇率为银行间外汇市场下午四点半收盘价月平均值；（3）汇差正值代表离岸人民币汇率偏弱（贬值），负值代表离岸人民币汇率偏强（升值）。

境外银行买入外汇，属于资本流出，同时还冲抵同期因跨境人民币净流出造成我国对外负债增加。境内银行持有的这部分顺差也不会简单地被“消失”了，流量会被借记国际收支平衡表中银行部门对外资本输出增加（反映为证券投资和其他投资资产净获得负值增加），存量会被记为银行资产负债表和国际投资头寸表中银行部门对外金融资产增加。从央行统计看，2020 年银行净增国外资产 1.69 万亿元人民币；从外汇局统计看，2020 年前三季度，银行对外金融资产新增 1645 亿美元，其中新增外币资产 1304 亿美元（同期银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 802 亿美元）（见图表 7）。

图表 7. 季末银行国外资产持有状况

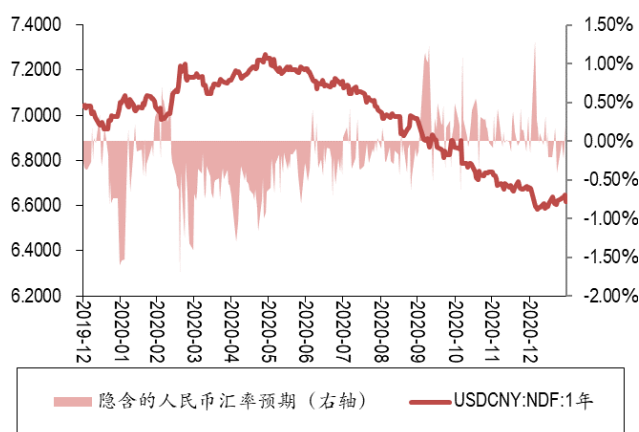


资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

有人可能会质疑人民币升值、银行增持外币资产的合理性。然而，第一，银行持有海外资产（包括外币资产）主要是资产多元化配置和全球化经营的需要，而不是炒外汇。并且，2020 年人民币汇率先抑后扬、宽幅震荡，但市场汇率预期保持了基本稳定，全年不论升值还是贬值预期都不太强（见图表 8）。第二，从银行相关资产的持有占比看仍属正常。到 2020 年末，银行总资产中，国外资产占 2.2%，与上年末基本持平；到 2020 年三季度末，银行国外资产中，对外金融资产占比较上年末上升了 1.4 个百分点，但对外金融资产中，外币资产占比回落了 1.4 个百分点（见图表 9）。第三，成熟市场也是类似的国际收支调节机制，汇率浮动负责价格出清，资本流动负责数量出清。后者就体现为银行成为市场外汇供求缺口的承载者，不论外汇供不应求还是供大于求，都是由银行提供外汇流动性。同时，只要不是垄断、串谋，在充分竞争的情况下，各家银行竞争性的报价将会趋于一致，而不会一味压价买入或抬价卖出外汇³。

³ 人民币汇率有管理浮动，既包括对银行间市场的浮动区间管理，也包括对银行对客户办理结售汇业务使用的挂牌汇率的浮动区间管理，后者主要规定挂牌汇率买卖差价的浮动区间。中国对挂牌汇率的管理也是逐步放宽：起初，官方公布中间价、现汇买卖价和现钞买入价；之后，规定现汇买卖差价及现钞买入差价；再后，取消对非美元货币挂牌汇率的浮动区间管理；最后，取消对美元挂牌汇率的浮动区间管理。其间，挂牌汇率还从一日一价演变成一日多价。但是，在境内结售汇业务市场竞争较为充分的情况下，尽管各行的挂牌汇率不尽相同，但大体趋于一致。

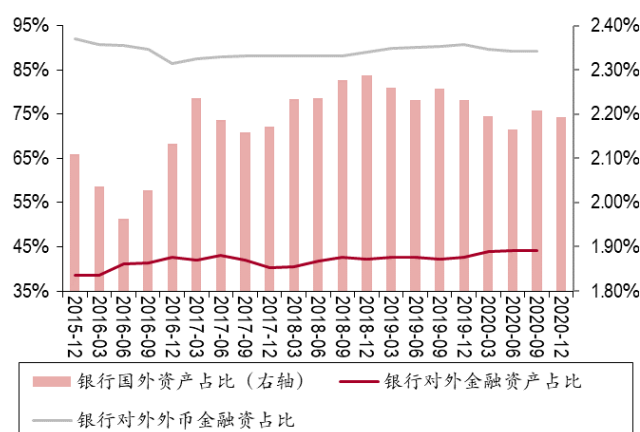
图表 8.1 年期无本金交割远期人民币汇率隐含的汇率预期



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：隐含的汇率预期为正值代表升值预期，为负值代表贬值预期。

图表 9. 中国银行业对外资产构成



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）银行国外资产占比=其他存款性公司国外资产/其他存款性公司总资产；（2）银行对外金融资产占比=银行对外金融资产/其他存款性公司国外资产；（3）银行对外外币金融资产占比=银行对外外币金融资产/银行对外金融资产。

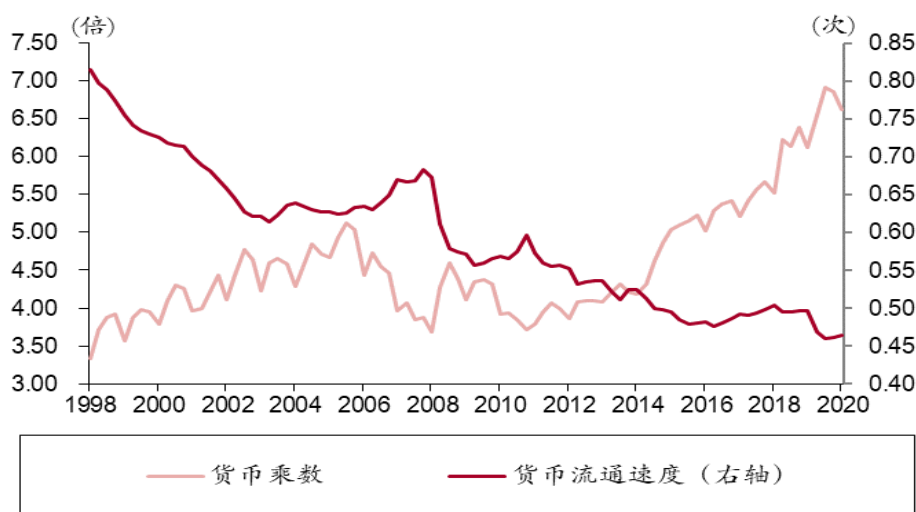
三、市场流动性松劲关键看总量而非结构

如前所述，尽管当前境内外汇供大于求的缺口重新扩大，但央行基本退出了外汇市场常态干预，央行外汇占款变动趋于稳定，外汇占款不论涨跌规模都较小。理论上讲，在此情形下，银行结售汇顺差不影响央行资产负债表，也不影响市场流动性。但有分析指出，结售汇顺差对市场流动性仍存在紧缩效应，其基本原理是：商业银行用储备资产中的超额准备金存款买入市场卖超外汇，将增加银行自有资金占用，而境内企业和居民通过结汇获得人民币以后变成人民币存款，银行需缴纳法定存款准备金，这锁定了部分银行体系的流动性，进而有可能推高市场利率。

然而，对于这种紧缩效应不宜过分夸大。实际上，2018 年 1 月至 2020 年 12 月（央行回归汇率政策中性期间），月度银行即远期（含期权）结售汇顺差与银行准备金存款变动额（以下午四点半月均收盘价折美元）之间为弱正相关 0.137。

这是因为，一方面，净结汇转化为银行存款后，对银行来讲增加了外汇资产，对企业和居民来讲增加了人民币资产，对市场本币流动性影响总体偏中性。另一方面，即便对银行来讲增加了人民币资金占用，但企业和居民人民币存款增加，增加了银行可贷资金来源，这部分存款也有货币乘数效应，可以部分抵消前述紧缩性影响。再一方面，市场流动性不完全是外生的，本币汇率升值、外汇供大于求或反映了市场风险偏好改善，有助于提高货币流通速度。2020 年上半年，人民币汇率总体承压，货币流通速度由上年底的 0.4966 次连续两个季度下行，降至二季度末的 0.4602 次；下半年，随着人民币汇率震荡走高，外汇供大于求缺口扩大，货币流通速度连续两个季度上行，到四季度末升至 0.4665 次（见图表 10）。

图表 10. 中国 M2 的货币乘数与货币流通速度



资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，万得，中银证券

注：（1）货币流通速度=年化名义 GDP/季末 M2 余额；（2）年化名义 GDP 为往前 4 个季度滚动合计。

更为关键的是，市场流动性松紧本身是总量概念，不论中央银行还是商业银行，都不可能也没必要把打酱油和买菜的钱分得那么清楚。

2020 年 12 月份，境内外汇供大于求的缺口创下 2015 年以来的月度新高。当月，银行准备金存款也增加 1.25 万亿元人民币，但仍低于 2018 和 2019 年同期准备金存款分别增加 1.84 万亿和 1.50 万亿元人民币的水平。而且，2020 年底，隔夜 Shibor 月日均利率为 1.06%，较 11 月份回落了 79 个基点，为年内的次低水平；DR007 月日均利率为 1.99%，环比回落了 30 个基点（见图表 11）。这显示年底，货币市场流动性较为充裕。而银行准备金存款增加与其说是因为银行结售汇顺差、市场主体人民币存款增多导致的被动增持，还不如说是 2020 年 11 和 12 月份央行连续扩表、增加市场流动性投放的结果。两个月，央行总资产分别增加了 1.02 万亿和 5686 亿元人民币，合计相当于全年央行扩表规模的 96%。同期，银行在央行的准备金存款分别增加了 1.21 万亿和 1.25 万亿元人民币。

图表 11. 隔夜 Shibor 和 DR007 月日均利率水平



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_18218

