



管涛谈 11 月外汇市场分析报告： 刚需驱动人民币汇率 逆势走高



意见领袖 | 管涛 刘立品

摘要

11 月份，人民币汇率与美元指数继续背离，并不是受预期推动，而是货物贸易和证券投资共同推动的结果；多边汇率加速升值，影响企业出口竞争力。



11 月份，美元指数继续创年内新高，人民币汇率走势依然坚挺，反映了市场供求的影响。人民币升值对出口企业的影响，从前期以财务冲击为主转为以竞争力冲击为主，引发监管部门再次发声并出台措施。

11 月份，银行结售汇顺差升至年内次高，主因并非顺周期“羊群效

应”，而是货物贸易和证券投资（或资本项目）结售汇“双顺差”，二者共同推动人民币升值。

11 月份，远期结汇对冲比率环比升幅明显，并且超过远期购汇对冲比率，反映出近期市场汇率避险操作重新转向以防范升值风险为主；远期结汇和购汇履约占比仍处于高位，这在一定程度上说明，人民币升值对出口企业的财务影响应该不如我们想象地那么大。

11 月份，国际收支口径的跨境资本偏流出压力减轻；股票通项下资金净流入规模小幅减少，其中港股通资金由净流入转为净流出；债券通项下境外机构持有人民币债券规模明显增加，主因是中国国债被纳入富时世界国债指数，境外机构大幅增持国债。

IIF 数据显示，11 月份，中国股市和债市资金流入总额 92 亿美元，虽然较上月减少，但占新兴市场国家比重从 55% 升至 59%，显示美联储启动缩减购债对中国证券投资影响相对有限。

正文

12 月 24 日，国家外汇管理局发布了 11 月份外汇收支数据。现结合最新数据对 11 月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

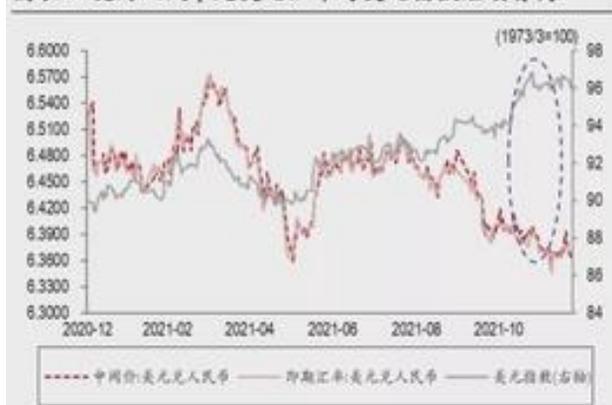
美元指数继续创年内新高，人民币汇率走势依然坚挺

11 月份，美元指数累计上涨 1.9%，最高升至 96.8（11 月 24 日）。同期，人民币兑美元汇率继续稳中趋升，中间价从上月末 6.3907 升至

6.3794，升值 0.2%（见图表 1）。

当月，美元指数上涨，但人民币汇率不跌反涨，仍然反映了市场供求的影响：中间价累计上涨 0.0113 元，其中收盘价相对当日中间价偏强累计贡献了 533%。前 11 个月，中间价累计上涨 0.1455 元，收盘价相对当日中间价偏强累计贡献了 170%（见图表 2）。

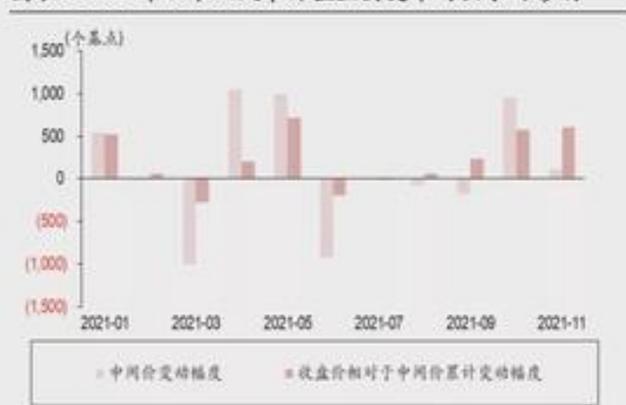
图表 1. 境内人民币兑美元汇率与美元指数继续背离



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. 2021 年以来人民币升值主要受市场供求的影响



资料来源：万得，中银证券

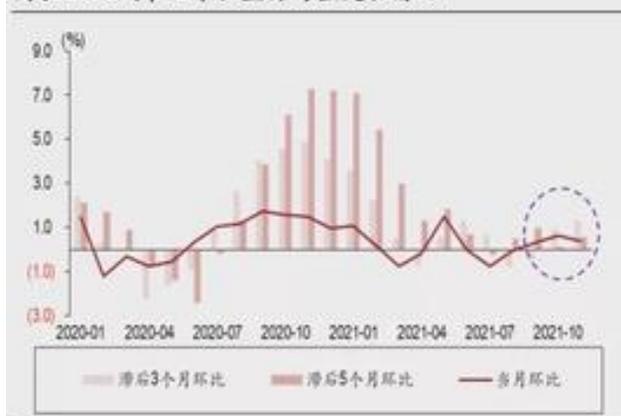
宏观观察

人民币双边汇率和多边汇率齐升，对出口企业主要转向竞争力冲击

从双边汇率来看，11 月份，人民币汇率收盘价均值较上月升值 0.4%，连续三个月上涨；滞后 3 个月环比的收盘价均值上涨 1.4%，上月上涨 0.9%；滞后 5 个月环比的收盘价均值上涨 0.6%，上月仅上涨 0.1%，涨势已连续 4 个月（见图表 3）。但是，这仍远低于 2020 年底 2021 年初的环比累计涨幅（2020 年 9 月至 2021 年 2 月，滞后 3 个月环比的收盘价均值平均上涨 3.9%，滞后 5 个月环比的均值平均上涨 6.2%），显示当前升值对出口企业的财务影响相对有限。

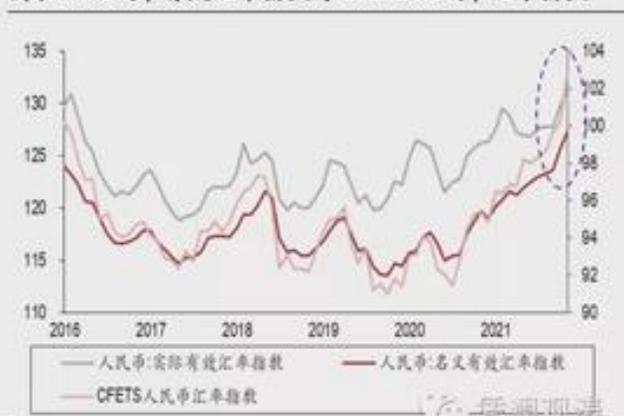
从多边汇率来看，由于美元强、人民币更强，截至 11 月末，CFETS 人民币汇率指数升至 102.76，为数据公布以来次高；国际清算银行编制的人民币名义和实际有效汇率指数分别升至 127.23、131.24，均创历史新高。当月，CFETS 人民币汇率指数上涨 2.5%，为涨幅最大的月份；人民币名义和实际有效汇率指数分别上涨 1.3%、1.2%，涨幅连续两个月大于 1%，两个月分别累计上涨 2.9%和 2.7%（见图表 4）。这反映人民币升值对企业出口竞争力影响加大。

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. 人民币有效汇率指数与 CFETS 人民币汇率指数



资料来源：BIS，中国货币网，万得，中银证券

在此背景下，监管部门再次发声并出台措施引导市场预期。11 月 18 日，全国外汇市场自律机制第八次工作会议强调，人民币汇率双向波动是常态，合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比。12 月 9 日，人民银行宣布上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，从 7%上调至 9%，这是年内第二次上调外汇存款准备金率。

图表 5. 2021 年以来政府部门表态以及外汇政策梳理

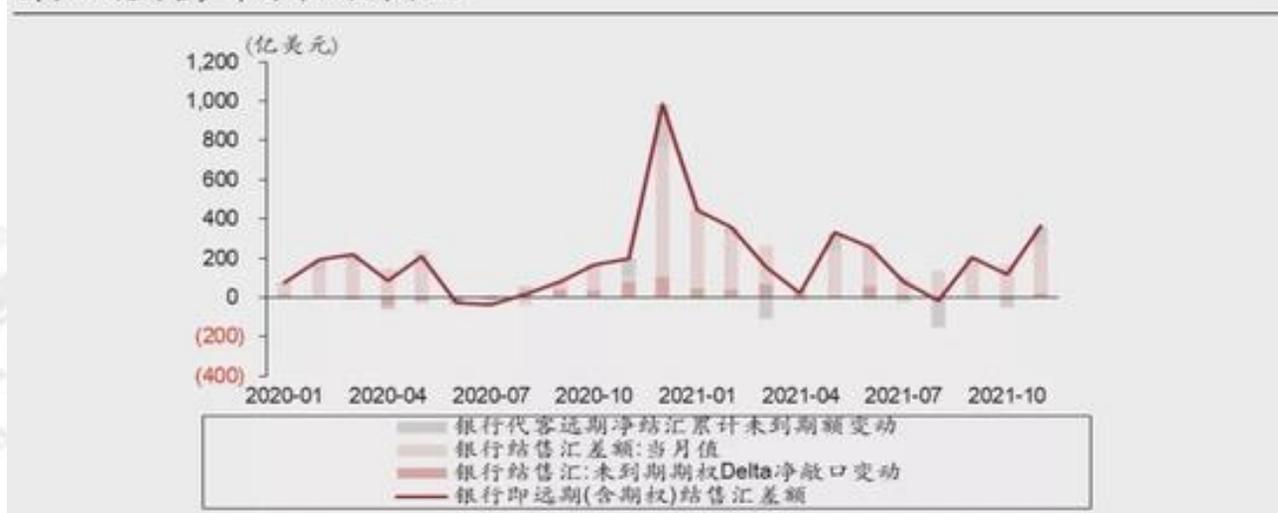
时间	具体内容
2021 年 1 月 5 日	将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。
2021 年 1 月 7 日	将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。
2021 年 5 月 23 日	人民银行副行长刘国强表示，人民银行将注重预期引导，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2021 年 5 月 27 日	全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调，没有任何人可以准确预测汇率走势...关键是管理好预期，坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为。
2021 年 5 月 31 日	人民银行发布公告称，将金融机构外汇存款准备金率从 5% 提高至 7%。
2021 年 9 月 24 日	正式开通债券通的南向通业务。
2021 年 11 月 18 日	全国外汇市场自律机制第八次工作会议强调，人民币汇率双向波动是常态，合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比。
2021 年 12 月 9 日	人民银行发布公告称，将金融机构外汇存款准备金率从 7% 提高至 9%。
2021 年 3 至 12 月	累计新批 QDII 额度 318 亿美元。

资料来源：中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

银行结售汇顺差升至年内次高，顺周期“羊群效应”并非主要原因

如前所述，收盘价相对中间价的偏离反映了境内外汇供求关系。11 月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差 362 亿美元，仅次于 1 月份 445 亿美元的顺差规模，环比增加 246 亿美元，外汇供大于求的缺口进一步扩大。其中，银行即期结售汇顺差 252 亿美元，环比增加 86 亿美元（银行代客结售汇顺差 272 亿美元，环比增加 89 亿美元），贡献了银行结售汇总顺差增加额的 35%；银行代客远期净结汇未到期额环比增加 92 亿美元，银行代客未到期期权 Delta 敞口净结汇余额环比增加 19 亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇供给 111 亿美元，上月增加外汇需求 50 亿美元，贡献了银行结售汇总顺差增加额的 65%（见图表 6）。

图表 6. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

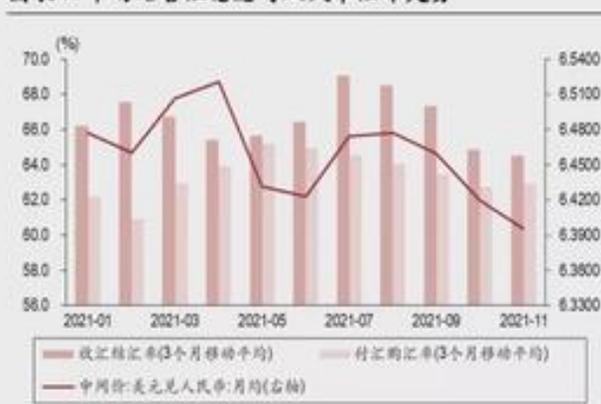
从以下情况看，外汇供大于求、人民币汇率逆势上扬并非预期驱动。

近期，在人民币升值背景下，市场主体结汇意愿总体减弱，而购汇意愿较为稳定，“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。9至11月份，人民币汇率中间价月度均值连续上涨。同期，3个月移动平均的收汇结汇率从68.5%降至64.5%，累计下降4个百分点，明显大于付汇购汇率1.1个百分点的降幅。其中，11月份，人民币汇率中间价均值环比上涨0.4%，3个月移动平均的收汇结汇率环比回落0.35个百分点，付汇购汇率环比上升0.16个百分点（见图表7）。

为进一步反映市场结售汇意愿变化，我们剔除银行代客结售汇中的远期履约数据，得到银行代客当期结汇和售汇数据，据此计算得到，11月份收汇结汇率和付汇购汇率分别为52.9%和55.0%，二者缺口为-2.1个百分点，而9月份为+4.1个百分点（见图表8）。当月，1年期NDF隐含的人

人民币汇率升贬值预期交替出现（贬值预期的交易日占比 72.7%），月均贬值预期仅为 0.08%，月中最强升贬值预期均未超过 0.4%（见图表 9）。

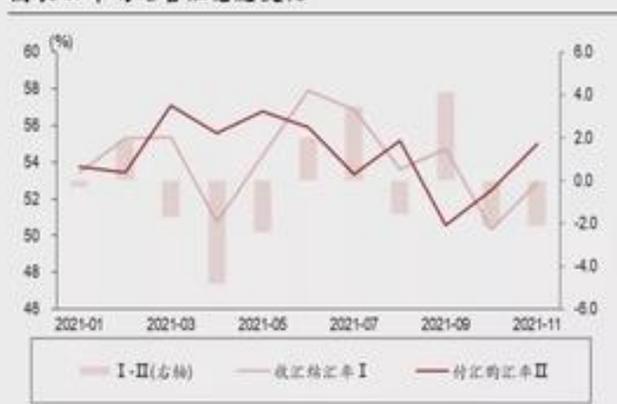
图表 7. 市场结售汇意愿与人民币汇率走势



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：收汇结汇率=银行代客结汇/银行代客涉外外币收入，付汇购汇率=银行代客购汇/银行代客涉外外币支出。

图表 8. 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：收汇结汇率 I=(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；远期结(售)汇履约=上月远期结(售)汇累计未到期+本月远期结(售)汇签约当月远期结(售)汇累计未到期。

图表 9.1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期



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_35331

