



管涛：影响银行结售汇的几个主要因素



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）



2021年,在全球主要经济体普遍受到新冠肺炎疫情和供应链瓶颈冲击的背景下,中国经济稳定恢复,保持了较强的出口韧性,贸易顺差刷新历史纪录。良好的基本面,支撑了人民币汇率全年保持强势。一般而言,人民币汇率走势由市场供求和国际金融市场变化决定。而银行结售汇则是反映境内外汇供求状况的重要指标,统计对象是银行为客户及其自身办理的结汇和售汇业务。分析银行结售汇的供求状况,有助于我们从微观层面更好地把握人民币汇率变化的脉动。

境内外汇供大于求驱动人民币汇率走强

2021年,在美元指数不断上升、非美货币总体贬值的情况下,人民币兑美元汇率却逆市走高。数据显示,2021年洲际交易所(ICE)美元指数

上升 6.7%，人民币兑美元汇率中间价微涨 2.3%，中国外汇交易中心口径（CFETS）人民币汇率指数大涨 8.0%，升至过去 6 年来新高（见图 1）。

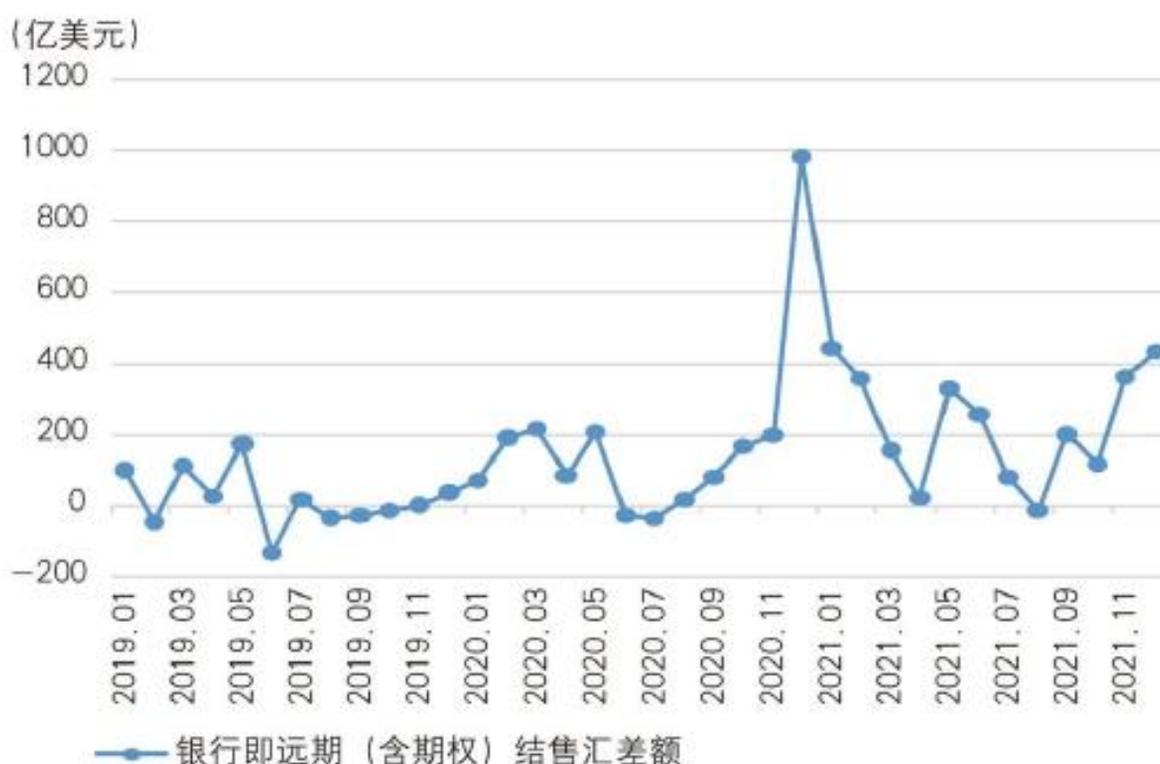
图1 人民币汇率中间价与美元指数



注：1973年3月=100。
数据来源：中国外汇交易中心，万得资讯，中银证券。

2021 年，人民币汇率强势主要反映了市场供求状况。全年银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 2742 亿美元，同比增长 27%。其中，除 8 月出现少量逆差外，其他各月均为顺差（见图 2）。

图2 境内外汇供求状况



注：银行即远期（含期权）结售汇差额=当月银行结售汇差额+当月累计未到期远期净结汇变动+当月未到期期权德尔塔（Delta）净敞口变动。
数据来源：国家外汇管理局，中国外汇交易中心，万得资讯，中银证券。

2021年9月以来，美元指数走出盘整区间，连创年内新高，但同时人民币兑美元汇率也逆势上扬。到12月，美元指数累计升值3.6%，人民币兑美元汇率上涨1.4%。企业为避免年关效应（主要体现为年底财务本外币并表核算以及岁末年初的季节性人民币支付需求），采取了分散结汇或更多以自有外汇对外支付的操作，抑制了人民币汇率回调空间。

受年关效应造成的年底集中结汇影响，2020年12月，银行即期与远期（含期权）单月结售汇顺差高达984亿美元，创下2015年“8·11”汇

改以来最高的顺差纪录。而 2021 年最后 4 个月，在海关进出口顺差合计同比增长 31% 的情况下，银行即期与远期（含期权）结售汇顺差合计同比下降 22%，其中 12 月的顺差同比下降 56%（见图 2）。

为更真实地反映市场主体即期结售汇意愿，可剔除银行代客结售汇中的远期履约数据。2021 年 9 月，不含远期履约的银行代客收汇结汇率环比上升 1.1 个百分点，付汇购汇率下降 4.6 个百分点；12 月，这两项数据分别上升 3.9 个百分点、下降 1.3 个百分点。2021 年 9~12 月，银行代客收汇结汇率均值较前 8 个月回落 1.0 个百分点，付汇购汇率均值回落 2.2 个百分点（见图 3）。这也印证了市场主体增加结汇、减少购汇的操作情况。

图3 不含远期履约的市场主体结售汇意愿



注：（1）远期结（售）汇履约额=月度远期累计未到期结（售）汇额变动-当月远期结（售）汇签约额；

（2）银行代客收（付）汇结（购）汇率=（银行代客结（售）汇-远期结（售）汇履约）/银行代客外币收入（支付）。

数据来源：国家外汇管理局，万得资讯，中银证券。

贸易顺差是境内外汇供大于求的主要原因

在上年的基础上，2021年我国外贸进出口表现继续向好。全年进出口总额6.05万亿美元（39.10万亿元人民币），同比增长30%，提前两个月超过上年全年进出口规模；贸易顺差6764亿美元（4.37万亿元人民币），增长30%。

2021年，银行代客涉外收付中，货物贸易收付占比52.0%，较2017年下降17.2个百分点；资本项目收付占比39.1%，上升21.2个百分点。

由此表明，近年来随着金融双向开放进一步扩大，我国跨境资本流动越来越趋于活跃。

同期，银行代客结售汇中，货物贸易结售汇占比 72.9%，较 2017 年全年上升 4.4 个百分点；资本项目结售汇占比 15.8%，较 2017 年上升 3.4 个百分点。这又说明，在跨境资本流动越来越活跃、人民币汇率越来越具有资产价格的超调属性的情形下，约占银行客盘外汇交易九成的代客结售汇中，货物贸易结售汇的刚需主导越来越明显。

贸易顺差不一定必然伴随着人民币升值，但当人民币已出现阶段性升值后，贸易顺差会导致人民币汇率更加坚挺。即便是坚持风险中性操作，对所有进出口收付汇的汇率敞口风险都进行充分对冲，其结果也会出现远期净结汇。根据利率平价原理，银行与客户签约后通常会在即期市场做掉期操作，提前净卖出外汇。2021 年，银行代客货物贸易结售汇顺差 3365 亿美元，同比增长 40%；顺差规模相当于同期海关贸易盈余的 50%，却贡献了银行即远期（含期权）结售汇顺差的 123%（见图 4）。

图4 海关进出口差额和银行代客货物贸易结售汇差额



数据来源: 海关总署, 国家外汇管理局, 万得资讯, 中银证券。

2021年12月, 人民币汇率创下三年半新高。当时, 市场主体结售汇意愿和汇率预期基本稳定, 显示人民币汇率强势并非市场顺周期的羊群效

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_37309

