



管涛：春季“结汇潮”逐渐销声匿迹



意见领袖 | 管涛

春季“结汇潮”的说法在市场上一直广为流传。即每年春节前后，企业要给工人开工资、发奖金，所以通常会大量结汇。然而，如果不是所有的结汇都可以被称为“潮”的话，以两个口径的银行代客收汇结汇率衡量的市场主体结汇意愿变化，均表明 2015 年“8·11”汇改之前存在这一现象，但近年来已经逐渐销声匿迹。



两个口径的银行代客收汇结汇率

理论上，可以用银行代客结（售）汇与银行代客涉外外币收（付）之比，来衡量非银行市场主体（包括非金融企业、个人和非银行金融机构）的结（售）汇意愿。根据是否含远期结（售）汇履约，可将其区分为两个

口径。

不含远期结汇履约的银行代客收汇结汇率就是银行代客涉外外币收入中银行代客结汇的比例，笔者称之为“银行代客收汇结汇率Ⅰ”。数值上升代表市场结汇意愿增强，下降表明市场结汇意愿减弱。

外汇局从 2001 年 1 月起公布银行代客结售汇数据，而从 2010 年 1 月起公布银行代客远期结售汇签约及累计未到期额数据。其中，就是银行代客结售汇累计未到期变动额与银行代客远期结售汇签约额之和，就是银行代客结售汇履约额。

不含远期结汇履约的银行代客收汇结汇率就是银行代客涉外外币收入中银行代客结汇剔除银行代客结汇履约额的比例，笔者称之为“银行代客收汇结汇率Ⅱ”。数值上升代表市场结汇意愿增强，下降表明市场结汇意愿减弱。

由于远期结汇履约是前期银行对客户远期结汇签约到期后交割的金额，其价格是之前约定的。将其从银行代客结汇中剔除，有助于更好反映市场主体对于当期人民币汇率变动的即时反应。这是笔者偏好用银行代客收汇结汇率Ⅱ来衡量市场结汇意愿变动的主要原因。

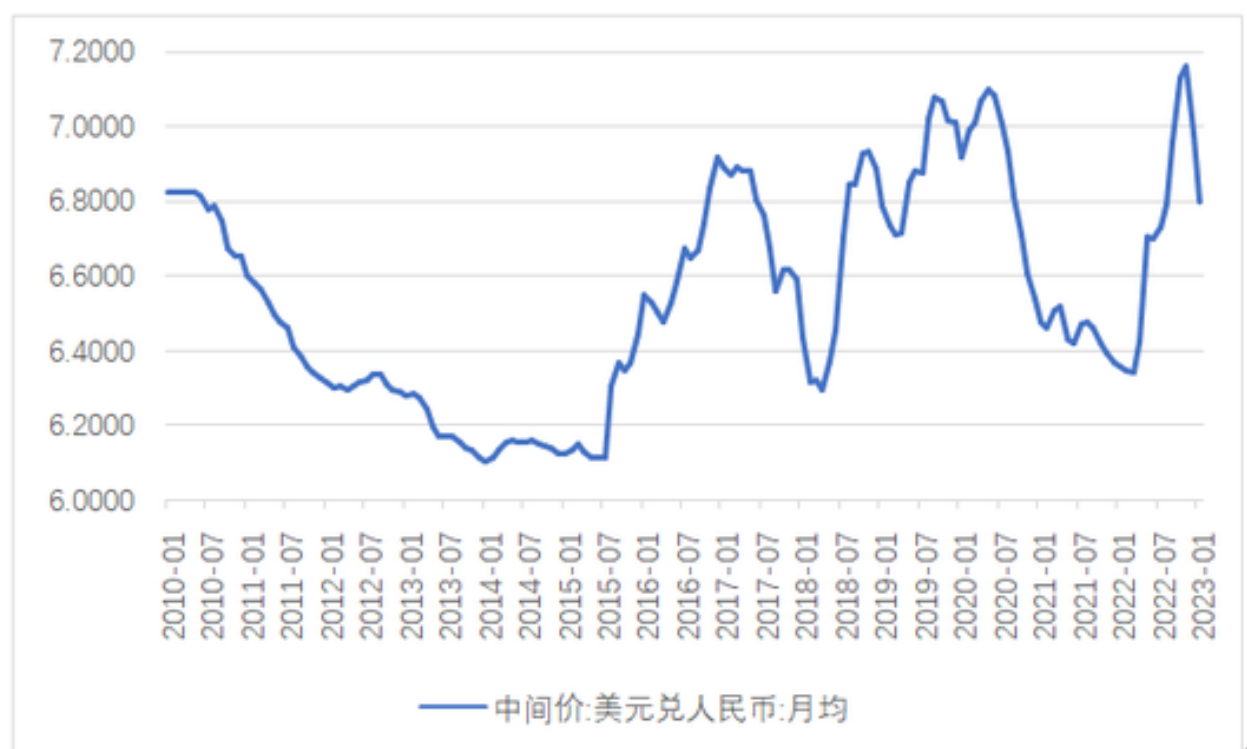
与此类似，以是否包括远期履约区分，银行代客付汇购汇率也有两个口径。笔者也同样偏好用不含远期购汇履约的银行代客付汇购汇率来衡量市场购汇动机的变化。

当然，“萝卜青菜各有所爱”。为增强实证分析结果的严谨性、可信度，以下本文用两个口径的银行代客收汇结汇率的变化，来验证是否存在春季“结汇潮”。由于我国农历春节通常不是在公历1月份就是在2月份，故本文拟用1、2月份两个月平均的银行代客收汇结汇率来代表市场主体的春季结汇意愿。然后，用其与年内其他月份的收汇结汇率及与上年12个月平均的收汇结汇率对比，来度量春季结汇意愿的强弱变化。

不含远期履约的银行代客收汇结汇率的实证结果

在深入探讨这个问题之前，首先有必要简单描述一下2010年初~2023年1月的人民币汇率走势。从月均人民币汇率中间价看，其间起伏变化较大：2010年1月~2015年7月，人民币汇率总体呈现单边升值走势，其中2012和2014年均出现过阶段性的双向波动；2015年8月~2016年12月，人民币汇率面临持续调整的压力；2017年1月~2018年4月，人民币汇率止跌回升；2018年5月~2020年5月，人民币汇率呈现震荡下跌走势，其中2018年1月~2019年3月和2019年10月~2020年1月短暂回升；2020年6月~2022年3月总体单边上涨；2022年4月~11月再度回调，2022年12月~2023年1月止跌回升（见图1）。

图 1：人民币汇率中间价（单位：元人民币/美元）



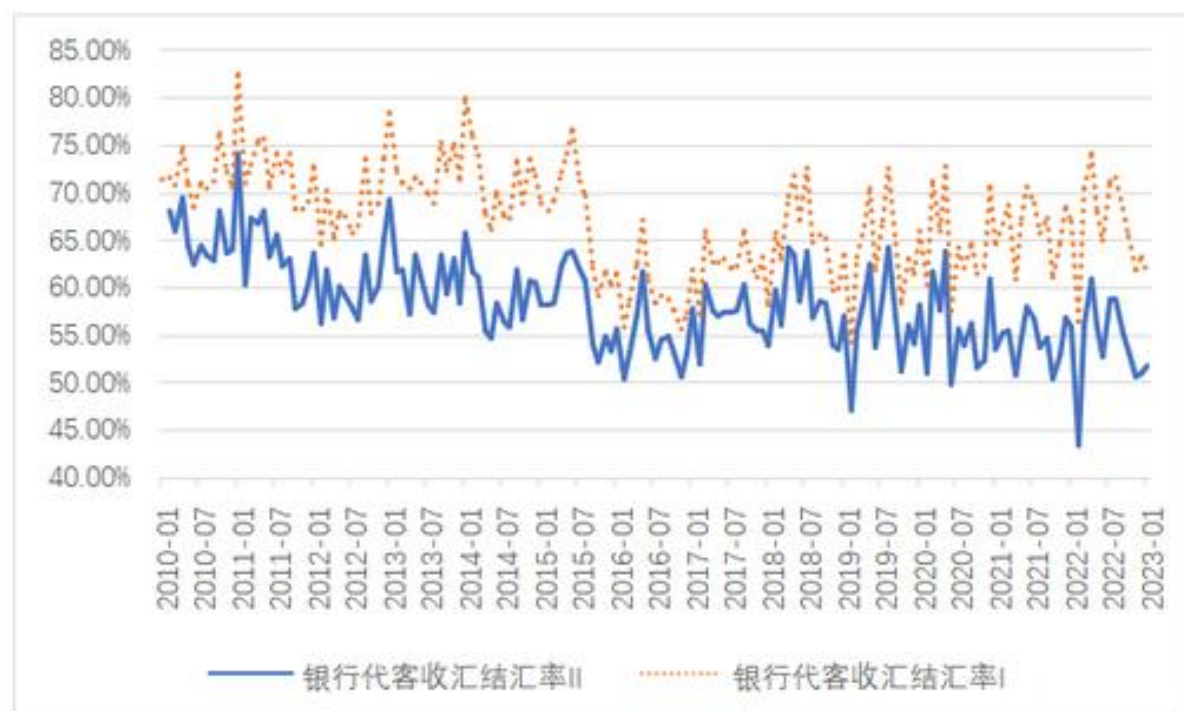
资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

有必要指出的是，2017 年止跌企稳以来，人民币汇率呈现经常性的有涨有跌、双向波动，其间伴随着汇率预期基本稳定，人民币不论涨跌，市场均没有较强的单边预期。因此，2010 年以来人民币汇率波动大体可分为三个阶段：第一个阶段为 2010~2014 年人民币汇率单边升值时期，第二个阶段为 2015~2016 年人民币汇率持续承压时期，第三个阶段为 2017 年以来人民币汇率双向波动时期。

对应上述三个阶段，以银行代客收汇结汇率 I 度量的市场结汇意愿变动呈现以下特征：

第一，2010~2014 年确实存在春季“结汇潮”。从各年前 2 个月银行代客收汇结汇率 I 均值在全年 11 个月份（因为 1、2 月份合并计算全年少了 1 个月，下同）的排名看，2011、2013 和 2014 年均排在首位，2010 和 2012 年排名虽有所下降，但均排在第四位，仍属靠前。从各年前 2 个月银行代客收汇结汇率 I 均值与上年全年 12 个月份银行代客收汇结汇率 I 均值的比较看，2011、2013 和 2014 年分别较上年高出 5.1、6.6、5.5 个百分点，2012 年则较上年低了 4.1 个百分点（因为数据的可获得性，无法对比 2010 年与 2009 年的数据）（见图 2）。这反映了持续单边升值压力和预期下，有外汇收入的企业倾向于尽早结汇。2012 年市场结汇意愿出现反常变化，是因为 2011 年底以来遭受欧美主权债务危机冲击，中国出现资本外流，导致人民币汇率阶段性回撤。2012 年 5~8 月，月均人民币汇率中间价遭遇“四连跌”，为 2005 年“7·21”汇改以来首次，尽管累计跌幅仅有 0.69%（见图 1）。

图 2：两个口径的市场结汇意愿（单位：%）



数据来源：国家外汇管理局；WIND；中银证券。

注：（1）银行代客收汇结汇率 I = 银行代客结汇 / 银行代客涉外外币收入；

（2）银行代客收汇结汇率 II = （银行代客结汇 - 银行代客远期结汇履约额） / 银行代客涉外外币收入；

（3）银行代客远期结汇履约额 = 银行代客远期结汇签约额 - 银行代客远

期结汇解约额

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_52647

