结汇率和售汇率变化相对稳定，但依旧倒挂

——11 月银行结售汇数据分析

内容提要：

11 月人民币汇率对美元出现大幅升值，但是售汇率与结汇率变动不大，依旧倒挂，尽管差值有所缩小，说明市场对人民币汇率的持续升值依旧持有观望态度，对在均衡水平上保持相对稳定并保持双向波动依旧有较强的预期。

我们也注意到人民币在对外支付和收款中的比重提升，从一个侧面说明人民币国际化正在路上，但是，对外支付上比对外收款中的进程不一，支付上使用人民币比率明显快于和高于在收款上的使用，这也从一个侧面说明市场对人民币汇率的预期。

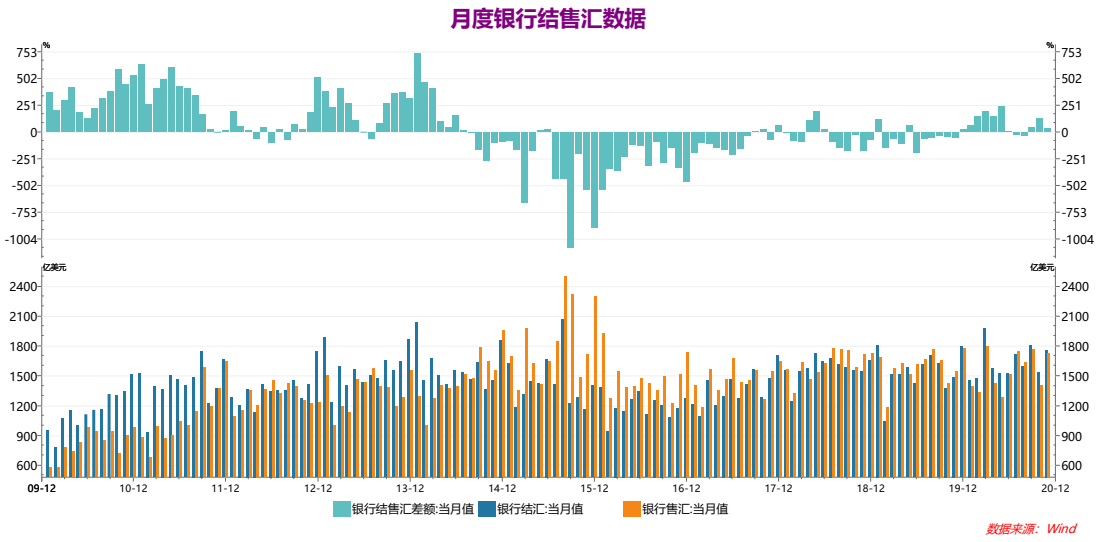
我们注意到中央经济工作会议上提及了深化利率汇率市场化改革，并要求保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，人民币汇率的改革方向一定是从有管理浮动迈向完全自由的浮动，同时推进人民币国际化。尽管在目前的新形势下，人民币汇率迈向自由化的条件比较有利，但参考国外成功经验，人民币汇率市场化过程是一个渐进的过程，拓宽双向波动的管理区间是个有可能的选项，对此，我们在年度报告《山雨欲来风满楼-2021 年人民币汇率展望》一文已经进行了详细的分析。我们认为人民币汇率近期的走强当然受到美元指数下降、中国外贸形势大好等经济因素影响，但也受到汇改因素影响，人民币汇率实际上迈向了探索新的双向波动区间上限的道路。

周末，国家外汇管理局公布了 11 月银行结售汇和银行代客收付款数据。

一. 银行结售汇数据分析

从银行的结售汇数据看，11 月出现顺差，但是顺差环比大幅萎缩，仅仅顺差 29.84 亿美元，而 10 月顺差 129.81 亿美元。主要是银行代客结汇顺差下降明显。

图 1：月度银行结售汇数据

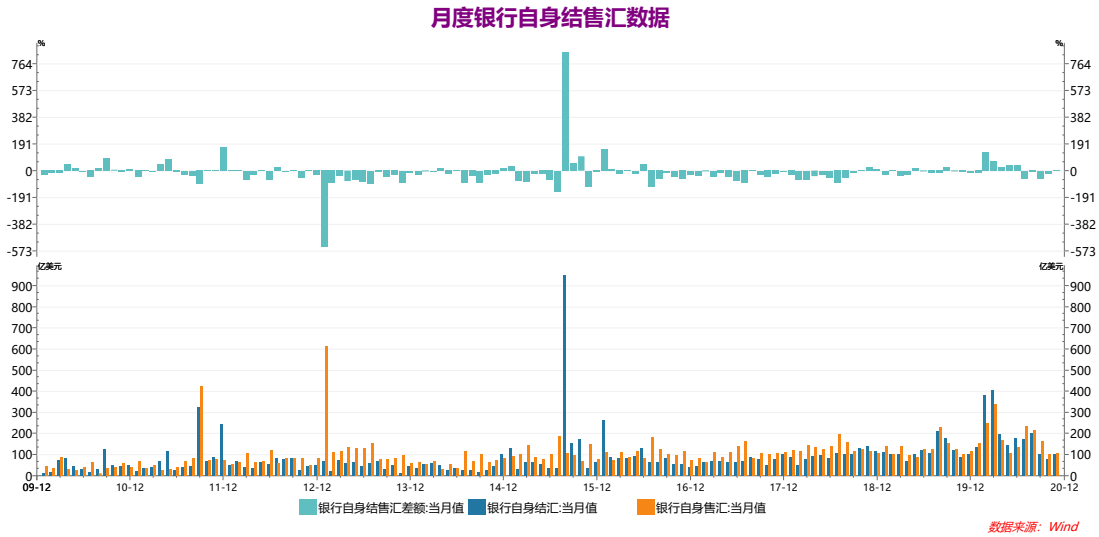


资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

从银行自身的结售汇数据看，逆差 5.27 亿美元，前值为逆差 21.37 亿美元。连续 5 个月出现逆差。

银行自身结售汇的增加和稳定一般和银行代客买卖黄金而产生的自身结售汇有关，黄金价格下半年依旧出现了比较大的行情和震荡。

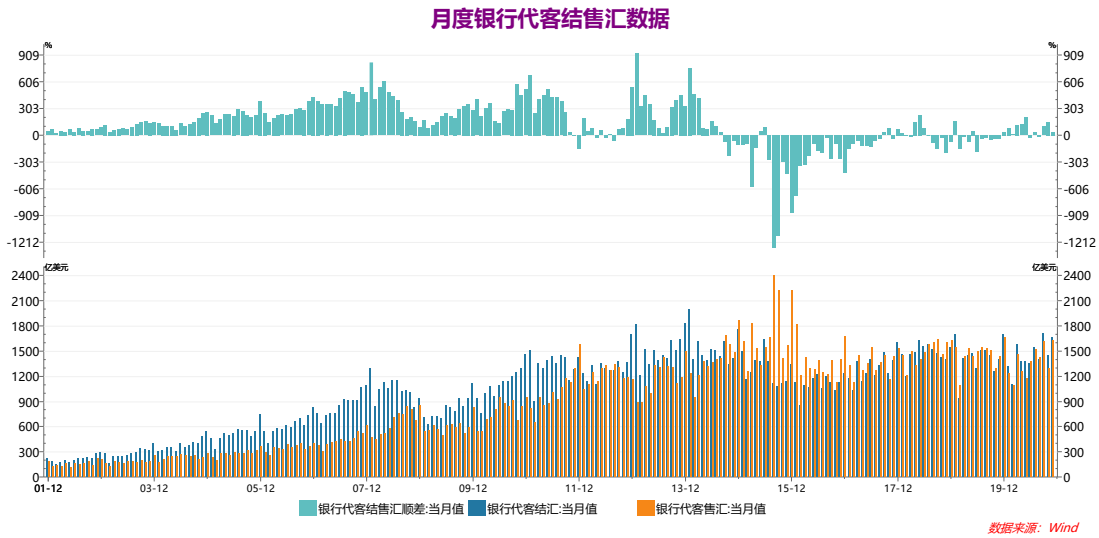
图 2：银行的自身结汇与售汇



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

从银行代客的结售汇情况看，结汇数和售汇数环比均有增加，11 月顺差 35.12 亿美元，前值为顺差 151.18 亿美元，而去年同期为逆差 45.46 亿美元。

图 3：月度银行代客结售汇数据



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

由于当月银行代客结售汇数据包括了前期与客户签订的远期合约在当期的履约数据，为真实反映当期的客户向银行的结售汇意愿，必须把远期合约的履约数据去掉。通过计算，远期代客结汇合约的当月履约额为 265.95 亿美元，而远期代客售汇的当月履约额为 208.45 亿美元。扣除掉远期合约在 11 月的履约额，11 月，银行实际代客完成的结汇数据为 1395.47 亿美元，银行实际代客完成的售汇数据为 1417.86 亿美元，其差额为逆差 22.39 亿美元。

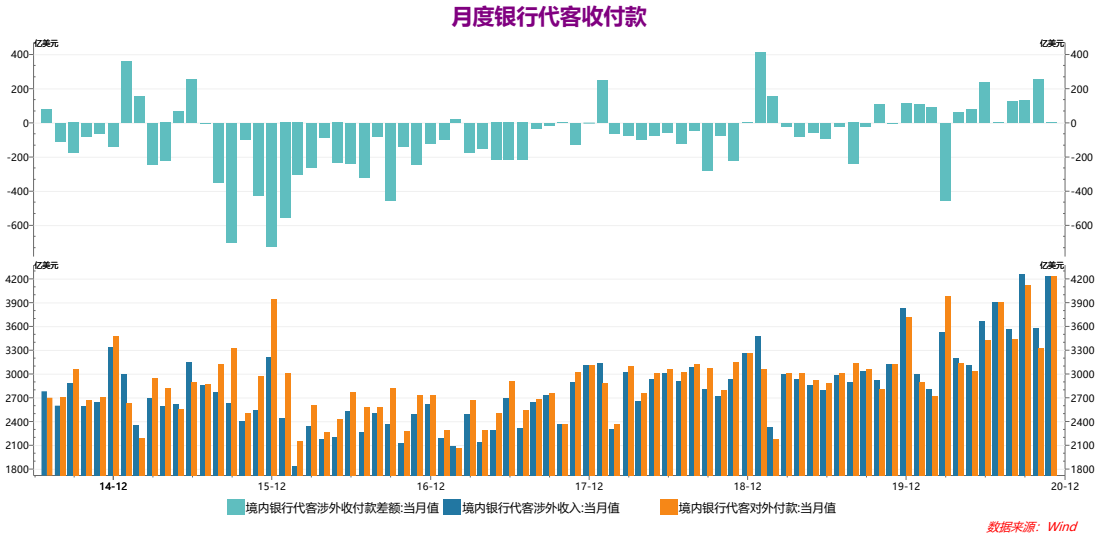
从分项目看，经常项目上，银行代客结售汇顺差 32.95 亿美元，前值顺差 99.07 亿美元；其中，货物贸易顺差 147.87 亿美元，低于前值的 192.8 亿美元，服务贸易逆差 74.02 亿美元，高于前值的逆差 72.51 亿美元，收益与经常转移项逆差 40.9 亿美元，前值为逆差 21.22 亿美元。

在金融与储备性质账户上，顺差 2.16 亿美元，前值为顺差 52.11 亿美元，其中，直接投资继续出现顺差，顺差 31.48 亿美元，前值为顺差 23.75 亿美元，证券投资顺差 3.71 亿美元，前值为顺差 51.88 亿美元。

二． 银行代客收付款分析

11 月银行代客收付款顺差 3.53 亿美元，前值顺差 251.45 亿美元。顺差增加主要体现在金融和资本账户下的证券投资顺差和经常项目下货物贸易顺差扩大。

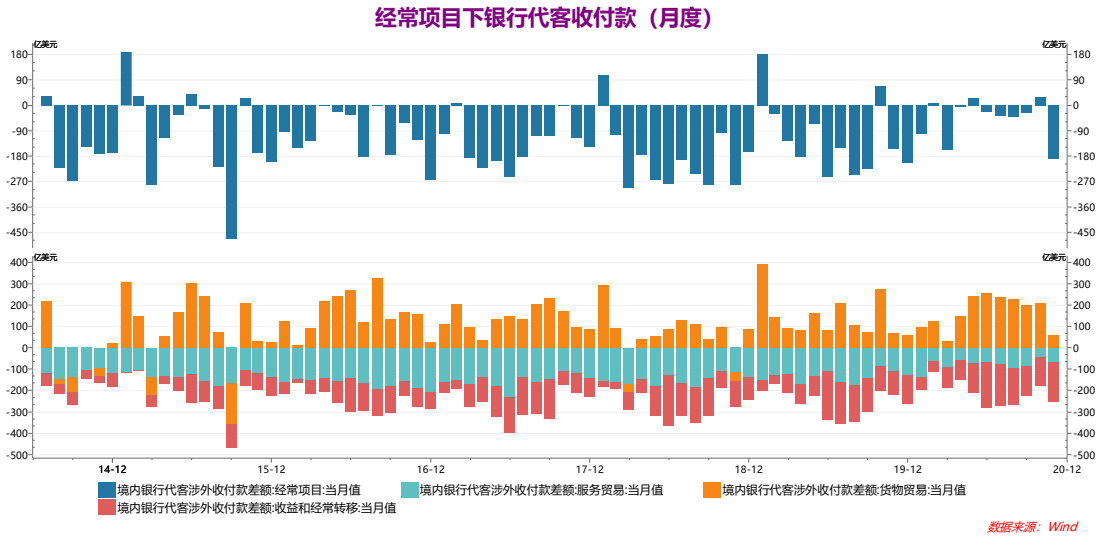
图 4：月度银行代客收付款



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

其中，在经常项目下，从顺差 31.09 亿美元转为逆差 193.亿美元。从分项看，货物贸易顺差从 208.77 亿美元缩小到 59.25 亿美元。服务贸易逆差从 44.87 亿美元增加到 67.71 亿美元，收益与经常转移项逆差依旧较大，报 184.54 美元，前值为 132.8 亿美元。

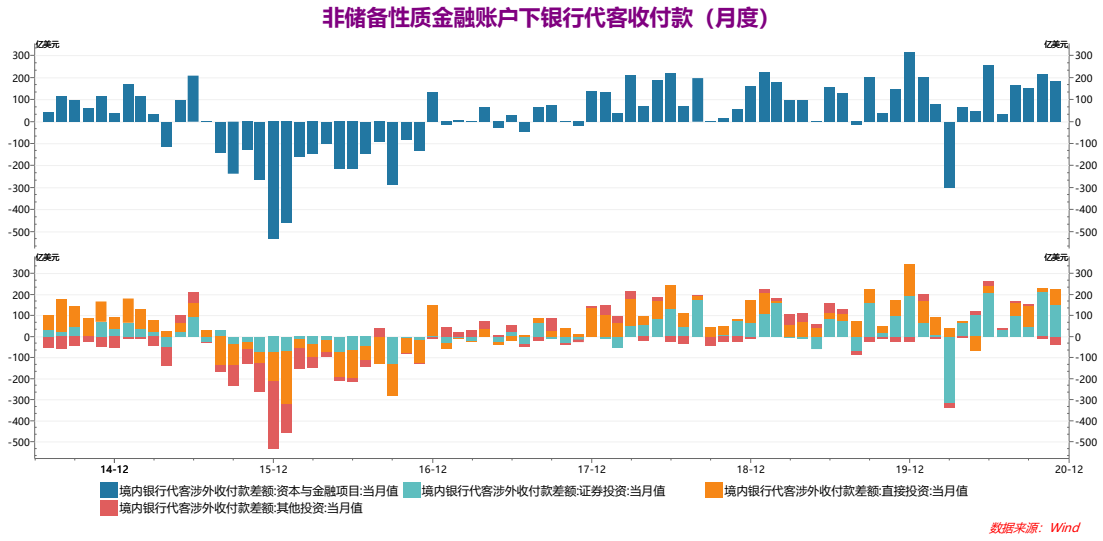
图 5：月度经常项目下银行代客收付款



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

在资本与金融项目下，继续顺差，但从 214.03 亿美元缩小到 182.13 亿美元，主要体现为证券投资顺差 148.52 亿美元，前值为 212.52 亿美元；直接投资顺差 71.38 亿美元，前值为顺差 14.11 亿美元，其他投资逆差 37.74 亿美元，前值为逆差 12.57 亿美元。

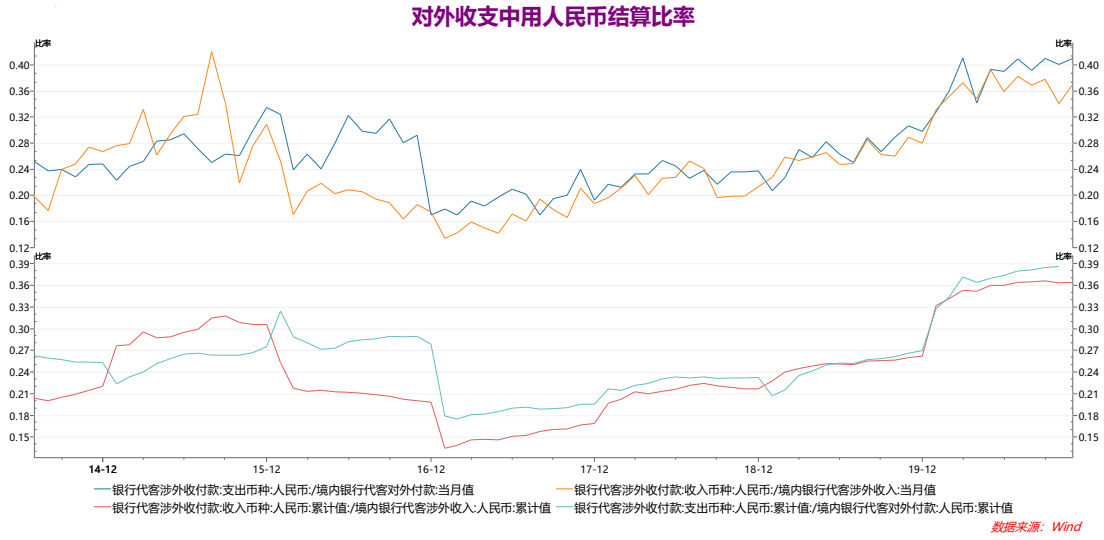
图 6：月度资本与金融项目下银行代客收付款



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

在银行代客收付款方面，用人民币进行代客收付款的比率在 11 月较 10 月均有所回升。用人民币进行代客付款的比重从 40%提升到 41%，而用人民币进行代客收款的也从 34%回升到 37%.从这一角度看，人民币国际化进程出现加快势头。

图 7：对外收支中用人民币结算比率

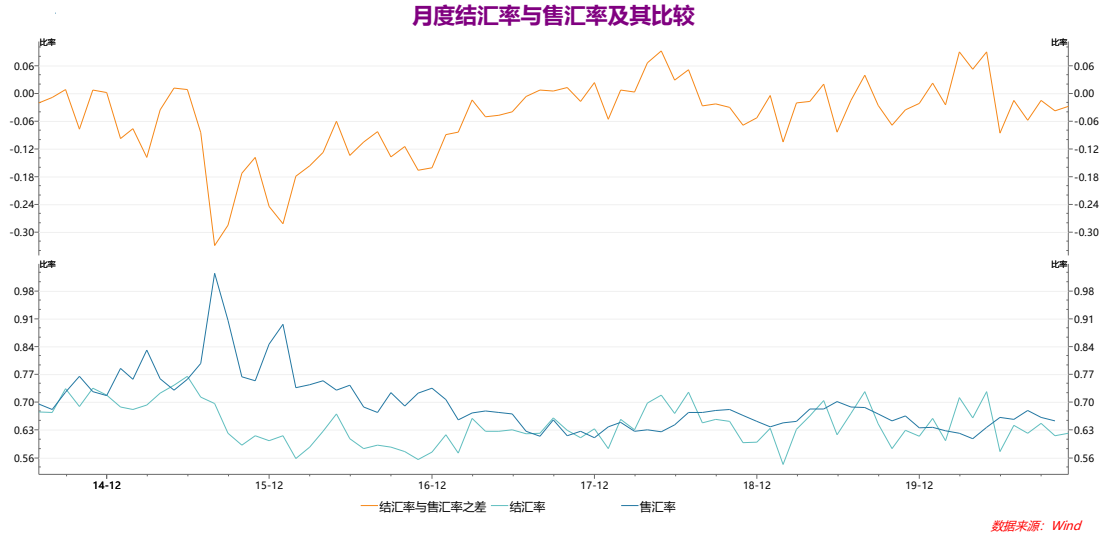


资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

三． 结汇率与售汇率分析

从 11 月的银行代客结汇率与售汇率看，结汇率和结汇率与 10 月变动不大，但结汇率与售汇率差值倒挂，但差值出现缩小，报-3%，前值为-4%。

图 8：月度结汇率与售汇率及其比较



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

我们注意到11月人民币汇率对美元出现大幅升值，但是售汇率与结汇率变动不大，依旧倒挂，尽管差值有所缩小，说明市场对人民币汇率的持续升值依旧持有观望态度，对在均衡水平上保持相对稳定并保持双向波动依旧有较强的预期。

我们也注意到人民币在对外支付和收款中的比重提升，从一个侧面说明人民币国际化正在路上，但是，对外支付上比对外收款中的进程不一，支付上使用人民币比率明显快于和高于在收款上的使用，这也从一个侧面说明市场对人民币汇率的预期。

我们注意到中央经济工作会议上提及了深化利率汇率市场化改革，并要求保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们认为，人民币汇率的改革方向一定是从有管理浮动迈向完全自由的浮动，同时推进人民币国际化。尽管在目前的新形势下，人民币汇率迈向自由化的条件比较有利，但参考国外成功经验，人民币汇率市场化过程是一个渐进的过程，拓宽双向波动的管理区间是个有可能的选项，对此，我们在年度报告《山雨欲来风满楼-2021年人民币汇率展望》一文已经进行了详细的分析。我们认为人民币汇率近期的走强当然受到美元指数下降、中国外贸形势大好等经济因素影响，但也受到汇改因素影响，人民币汇率实际上迈向了探索新的双向波动区间上限的道路。

（银河期货研究所 20201221）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司　　银河宏观

研究员：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799