

外汇收支洞察之浅析银行结售汇分析框架

往期精彩研报

《分析人民币汇率必须吃下的四碗面》

主要观点

2016 年以前，国家外汇管理局还会公布金融机构口径的外汇占款，即“金融机构外汇占款”数据。但在 2016 年之后，央行就不公布该数据了，只能看到央行口径下的外汇占款，很多人认为又少了一个观测市场情绪和资本流向的指标。但我们认为金融机构外汇占款这个数据本身并不能很好地反映当前市场情绪变化，甚至数据表现可能与市场情绪相反，原因如下：一、影响金融机构外汇占款的因素很多，不一定是市场的自发行为。央行在外汇市场的宏观调控、央行进行的衍生金融工具操作等诸多因素，都可对该数据产生一定的影响；二、该指标具有滞后性，只能解释及估测资本流动以及外汇市场情绪的历史情况。

那么，有没有其他指标可以更好地反映市场的自发行为呢？当然有！我们可以将目光投向银行的结售汇数据。

银行结售汇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。不过需要注意的是，几乎所有被市场广为关注的资本流向和投资者情绪指标都有很大的滞后性，银行结售汇也不例外。总体而言，表明实际资本流动与企业持币意愿选择的结售汇数据，可以作为观察市场对汇率升贬值情绪和预期的参考指标。

风险点：对指标理解不够透彻

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 我国跨境资金流动监测体系简析	1
1.1 “三大口径”定义与分类	1
1.2 “三大口径”的区别与关联	2
1.3 跨境资本流动与美元兑人民币即期汇率的关联性	3
1.3.1 稳定型跨境资金流动与汇率的联动	3
1.3.2 波动型跨境资金流动与汇率的联动	4
2. 银行结售汇分析框架	5
2.1 框架分析：从公式理解银行结售汇	5
2.1.1 细拆银行结售汇数据	5
2.1.2 银行结售汇总额=银行自身结售汇+银行代客结售汇	6
2.1.3 银行代客结售汇（当月总额）=即期结售汇（当月发生额）+远期结售汇（当月签约额）	10
2.2 历史复盘：从银行结售汇视角看外汇市场情绪及人民币汇率走势 ...	15
2.2.1 市场对汇率的预期与人民币汇率互为因果	15
2.2.2 结售汇意愿	17
3. 参考文献	22

目录

图表

图 1.1.1:外汇储备币种结构及发展	2
图 1.3.1:热钱与 USDCNY 脉冲响应结果	4
图 2.1.1:银行结售汇数据（以美元计价）细分项	6
图 2.1.2:银行结售汇数据划分方式	7
图 2.1.3:汇率市场可分为银行间市场、银行代客交易以及跨境资金流动三层	7
图 2.1.4:银行代客结售汇业务占总量的比重较大，一般达 90%以上，而银行自身结售汇业务占比较小（亿美元）	8
图 2.1.5:银行为自身以及其为客户办理的结汇业务量级比较（亿美元）	9
图 2.1.6:银行为自身以及其为客户办理的售汇业务量级比较（亿美元）	9
图 2.1.7:从经常账户到外汇账款资金链	10
图 2.1.8:银行结售汇数据划分方式	11
图 2.1.9:2010 年以来银行代客市场远期结售汇当月履约额	13
图 2.1.10:2010 年以来银行代客市场真正的即期结售汇当月发生额	13
图 2.1.11:2015 年以来银行代客市场外汇月度交易额（亿元）	14
图 2.1.12:2015 年以来银行代客市场外汇月度交易额（亿美元）	14
图 2.1.13:1950 年以来中国进出口差额情况	15
图 2.2.1:银行即期结售汇差额、银行代客即期结售汇差额与美元兑人民币即期汇率走势图	16
图 2.2.2:银行结售汇差额、银行代客结售汇差额与美元兑人民币即期汇率走势图	16
图 2.2.3:跨境贸易人民币结算的比重在不断上升（亿美元）	17
图 2.2.4:2015 年 811 汇改后，银行代客结汇率与售汇率之间的差值有所收敛，结汇力量和购汇力量较为均衡	18
图 2.2.5:各阶段银行代客结汇率、售汇率及美元兑人民币即期汇率走势	19

图 2.2.6: 结售汇差值（6 个月移动平均）与美元兑人民币即期汇率走势	19
图 2.2.7: 各阶段银行代客结汇率、售汇率及差值统计	19
图 2.2.8: 2010 年至今，银行代客结汇率、售汇率及差值季节性统计	20

1. 我国跨境资金流动监测体系简析

跨境资金流动是反映一个经济体资金流出流入状况的统称。目前，国际上通用监测跨境资金流动的方法是国际收支平衡表的资本和金融项目的窄口径，其中包括直接投资、证券投资和其他（不含储备资产变动）。对于我国，在参阅众多文献后，我们发现基本都从以下三个角度来监测我国涉外经济活动的全过程，它们分别是“国际收支口径”、“跨境收付口径”及“结售汇口径”。

为更好的研究我国跨境资金流动监测体系，我们将分别对以上三种口径进行分析，以了解他们各自的具体含义、三者之间的异同与关联，并进一步分析跨境资本流动与美元兑人民币即期汇率之间的关系。

1.1 “三大口径”定义与分类

(一) 国际收支

根据国家外汇管理局对国际收支的定义，国际收支是指我国居民与非居民间发生的一切经济交易，包括引起居民和非居民间资产和负债变化的所有金融交易和实物交易。跨境资金的统计和检测可通过国际收支间接申报和统计制度来完成，是与经常项目、资本项目资金配套的统计监测制度。通过对每一笔跨境资金的申报实时监测跨境资金的流动。在逐笔申报的基础上，编制国际收支平衡表，实现宏观上对跨境资金的监控。

(二) 跨境收付

跨境收付，又称“银行代客涉外收付款”，采用间接申报方式采集。跨境收付可用来测度资金在境内外之间的划拨，数据主要反映了境内企业（含保险、证券等非银行金融机构）和个人（统称非银行部门）通过境内银行与非居民机构和个人之间办理的对外付款或收款（本外币），不包括现钞收付和银行自身涉外收付款。具体包括：非银行部门和非居民之间通过境内银行发生的跨境收付款（包括外汇和人民币），以及非银行部门和非居民之间通过境内银行发生的境内收付款（暂不包括境内居民个人与境内非居民个人之间发生的人民币收付款），统计时点为客户在境内银行办理涉外收付款时。其中，银行代客涉外收入是指非银行部门通过境内银行从非居民收入的款项，银行代客对外支出是指非银行部门通过境内银行向非居民支付的款项。

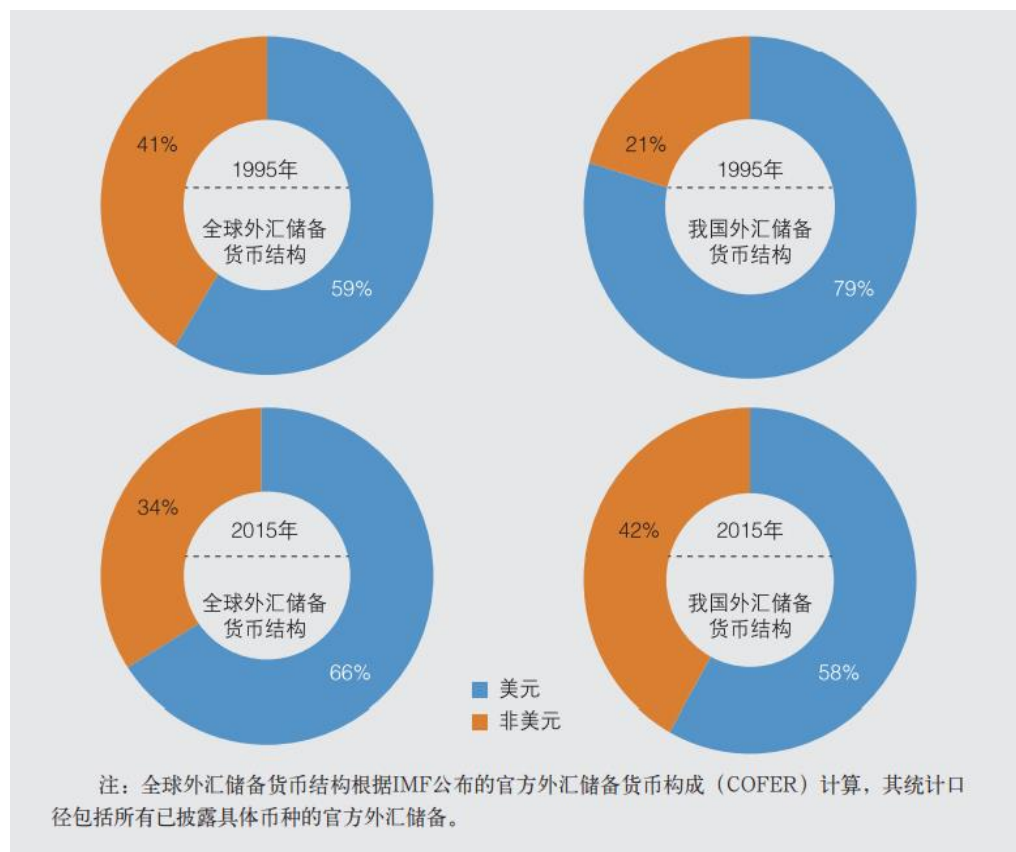
(三) 结售汇

结售汇，或银行结售汇，是指境内银行为客户及其自身办理的结汇和售汇业务，包括远期结售汇履约和期权行权数据，不包括银行间外汇市场交易数据，反映境内外汇供求总体状况。其中，结汇是指外汇所有者将外汇卖给外汇指定银行，售汇是指外汇指定银行将外汇卖给外汇使用者。结售汇差额是结汇与售汇的轧差数。银行结售汇统计时点为人民币与外汇兑换行为发生时。结售汇数据的采集方式沿用传统由银行报送汇总报表的方式。

（四）外汇储备

除上述三种口径外，外汇储备以及外汇占款也是监测跨境资金流动的常用指标。外汇储备又称外汇存底，其中一部分来自于贸易顺差，一部分来自于外国的投资，即 FDI，除此之外还包括除贸易顺差和 FDI 以外的资本流入。央行公布外汇储备虽统一以美元计价，但其实外汇储备相当于一个投资组合，其币种结构多元化。

图 1.1.1: 外汇储备币种结构及发展



资料来源：外管局 南华研究

1.2 “三大口径”的区别与关联

“国际收支口径”、“跨境收付口径”以及“结售汇口径”三个口径，既有“异”又“相互交织”。具体来看，异体现在以下方面：

- 1) 各属于不同的交易环节。国际收支属于跨境资金中的涉外交易环节，跨境收付属于资金跨境环节，结售汇属于本外币兑换环节；
- 2) 采用不同的数据采集体系。国际收支数据使用直接申报方式，跨境收付数据采用间接申报方式，结售汇数据通过银行报送汇总报表的方式进行采集。

相互交织主要体现在：

- 1) 编制原则。结售汇和跨境收付均采用收付发生制，而国际收支采用权责发生

制；

- 2) **统计口径。**跨境收付和结售汇可按照一定的原则反映到国际收支平衡表的资本和金融项目下，最终结果都体现为交易引起的外汇储备变动；
- 3) **数据更新频率。**由于编制难度性，国际收支平衡表的频率为季度，低于结售汇、代客涉外收付款数据的频率，有一定的滞后性。结售汇数据可作为外汇跨境交易的高频数据进行观察。
- 4) **外汇资金来源。**企业、个人对跨境收入的外汇资金一般有四种主要去向，分别是结汇、银行外汇存款、银行外汇贷款及当期跨境支付。跨境支付的外汇资金一般也有四种来源，分别是售汇、银行外汇存款、银行外汇贷款及当期跨境支付转入当期跨境收入。从外汇资金去向来看，企业、个人等非银行部门在跨境收付和结售汇存在联系的，但两者也存在一定差距，即外汇存款的增减与外汇贷款的增减这部分。需要注意的是，企业、个人跨境收入和支付中存在人民币资金，只有收付币种为外币时，才会影响到结售汇，如果跨境采取人民币收付，则结售汇不受影响。

1.3 跨境资本流动与美元兑人民币即期汇率的关联性

上述三种口径下的跨境资金流动既有区别又相互交叉。总体而言，由于不同分项交易性质的不同，我国的跨境资金大体可以分为稳定性资金和波动性较大的跨境资金两类，接下来我们将详细分析各类型跨境资金以及其与汇率之间的关系。

国家外汇管理局将我国跨境资金流动分为两大类：稳定型与波动型。我们将根据该分类，解析我国各类跨境资金流动与汇率之间的关系。汇率方面，我们选取美元兑在岸人民币即期汇率（以下简称“USDCNY”）进行衡量。

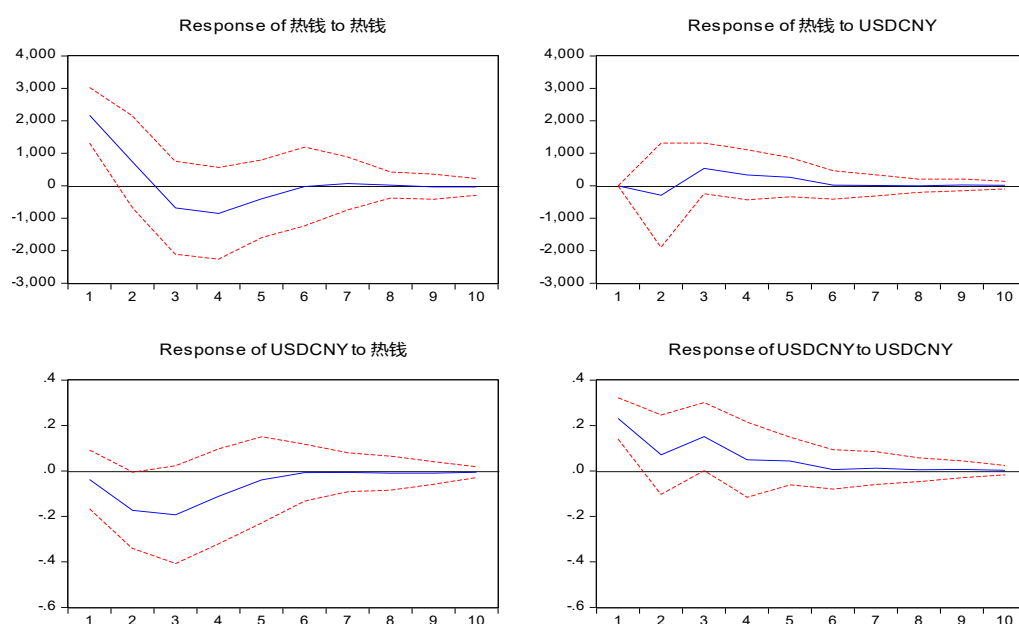
1.3.1 稳定型跨境资金流动与汇率的联动

稳定型的跨境资金流动包括国际收支统计口径下的经常项目和金融账户项下的直接投资。根据研究，国际收支统计口径下的经常项目与USDCNY之间存在密切关系。一般来说，当USDCNY贬值时，经常项目逆差会扩大或顺差会缩小；而当USDCNY升值时，经常项目逆差会缩小或顺差会扩大。在经常项目中，货物贸易与USDCNY的关系更为密切。整体而言，当USDCNY贬值时，国内出口货物的竞争力相对减弱，进口商品的竞争力增强，导致经常项目偏向逆差。反之，当USDCNY升值时，国内出口货物的竞争力增强，而进口商品的竞争力相对减弱，导致经常项目偏向顺差，贸易差额变大。另外，结售汇以及涉外收付款口径下的经常项目与USDCNY之间并没有较为显著的联动关系，直接投资与USDCNY亦是，原因可能与影响直接投资的因素众多有关。除了汇率因素外，国内经济发展形势、产业状况和国家对外政策等因素的影响力更大。基础国际收支与USDCNY的关系与国际收支统计口径下的经常项目与USDCNY的关系基本一致，这是因为在大多数时间内，国际收支口径下的经常项目相对于直接投资来说，占比更高。

1.3.2 波动型跨境资金流动与汇率的联动

跨境资金中波动较大的一部分被俗称为“热钱”。这部分资金主要包括证券投资、其他投资以及净误差与遗漏账户，具有高敏感性、高流动性和投机性等特点。通过对热钱及USDCNY进行实证分析，同时也引入部分其他指标辅助理解，对包括货币供给（M2）、外汇储备、国际收支以及USDCNY年度数据进行相关性分析和格兰杰因果检验，我们得出下述结论：跨境资金流动的波动对USDCNY走势具有一定的影响，但两者不是对方发生变动的主要原因。一般来说，当跨境资金波动较大的部分净流入时，这种资金在初始流入阶段会对USDCNY产生贬值方向的冲击，但随后会带来升值压力。这一点体现在图1显示的热钱对USDCNY造成的冲击，是由负转正的。我们认为主要原因是，在短期内，跨境资金流入会扩大国际收支顺差，增加了USDCNY贬值压力；而在长期内，这种资金的流入会缩小国际收支顺差，从而推动USDCNY升值。根据图1显示，USDCNY对于热钱的冲击持续为负，表明市场对USDCNY有贬值预期时，热钱会流入，市场对USDCNY有升值预期时，热钱会流出。

图 1.3.1: 热钱与 USDCNY 脉冲响应结果



资料来源：iFinD 南华研究

2. 银行结售汇分析框架

当前人民币汇率走势主要受到三类主体行为的影响：一是实需盘的结售汇行为，二是投机套利盘的仓位变化，三是监管层的干预。本期专题我们将着眼于实需盘结售汇行为，研究其会通过什么渠道影响人民币汇率走势。

2.1 框架分析：从公式理解银行结售汇

2016年以前，国家外汇管理局还会公布金融机构口径的外汇占款，即“金融机构外汇占款”数据。但在2016年之后，央行就不公布该数据了，只能看到央行口径下的外汇占款，很多人认为又少了一个观测外汇市场情绪和资本流向的指标。但我们认为，金融机构外汇占款这个数据本身并不能很好地反映当前市场对汇率的情绪变化，甚至数据表现可能与市场情绪相反，具体原因如下：一、影响金融机构外汇占款的因素很多，不一定是市场的自发行为。央行在外汇市场的宏观调控、央行进行的衍生金融工具操作等诸多因素，都可对该数据产生一定的影响；二、该指标具有滞后性，只能解释及估测资本流动以及外汇市场情绪的历史情况。

那么，有没有其他指标可以更好地反映市场的自发行为呢？当然有！我们可以将目光投向银行的结售汇数据。本文将通过几个公式，对银行结售汇数据进行拆解和系统分析，以了解如何通过银行结售汇数据来估测资本流动情况以及外汇市场情绪的历史变化。

2.1.1 细拆银行结售汇数据

“银行结售汇数据”实际上涉及到至少8个统计项目（见图2.1.1）。经过研究，我们发现其中只有“远期结售汇”和“即期结售汇当月发生额”能够相对准确地反映当期外汇市场的情绪和资本流动方向，其他项目可视为干扰项。因此，在对外汇市场情绪和资本流动的整体趋势进行相对准确的判断时，我们需要剔除这些干扰项。

图 2.1.1: 银行结售汇数据（以美元计价）细分项

银行结售汇数据（以美元计价）		
单位：亿美元		
项目	2023年11月	
一、结汇	1,734.81	
（一）银行自身	60.60	
（二）银行代客	1,674.21	
1.经常项目	1,492.82	
1.1货物贸易	1,354.35	
1.2服务贸易	100.40	
1.3收益和经常转移	38.06	
2.资本与金融项目	181.39	
其中：直接投资	46.44	
证券投资	121.37	
二、售汇	1,980.98	
（一）银行自身	74.17	
（二）银行代客	1,906.81	
1.经常项目	1,608.04	
1.1货物贸易	1,301.18	
1.2服务贸易	246.96	
1.3收益和经常转移	59.89	
2.资本与金融项目	298.78	
其中：直接投资	82.31	
证券投资	179.24	
三、差额	-246.17	
（一）银行自身	-13.56	
（二）银行代客	-232.60	
1.经常项目	-115.22	
1.1货物贸易	53.17	
1.2服务贸易	-146.56	
1.3收益和经常转移	-21.84	
2.资本与金融项目	-117.38	
其中：直接投资	-35.87	
证券投资	-57.87	
四、远期结售汇签约额	结汇	263.51
	售汇	94.64
	差额	168.87
五、远期结售汇平仓额	差额	1.89
六、远期结售汇展期额	差额	-19.71
七、本期末远期结售汇累计未到期额	结汇	1,404.77
	售汇	947.14
	差额	457.63
八、未到期期权Delta净敞口	-77.98	

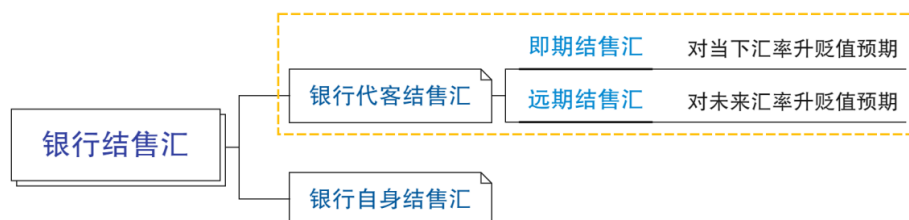
资料来源：南华研究

2.1.2 银行结售汇总额=银行自身结售汇+银行代客结售汇

国家外汇管理局自2010年1月起每月公布上一个月的“银行结售汇数据”，这是反映境内外汇供求状况的重要指标，对我们把握人民币汇率的波动具有重要意义。该数据的公布频率为月频，通常在当月中至月底公布前一个月的统计情况。统计单

位既有用人民币计价的，也有用美元计价的。统计对象是银行自身¹以及其为客户办理的结汇和售汇业务，包括银行授权的外币代兑机构所办理的人民币与外汇兑换业务数据，但不包括银行间外汇市场交易数据²。因此，结售汇数据受政策调控的影响较小，更能反映市场变化。此外，对于银行自身和为客户办理的结售汇业务，国家外汇管理局进行了分别管理和统计。因此，我们可以将银行结售汇数据划分为“银行自身结售汇”和“银行代客结售汇”进行观察。

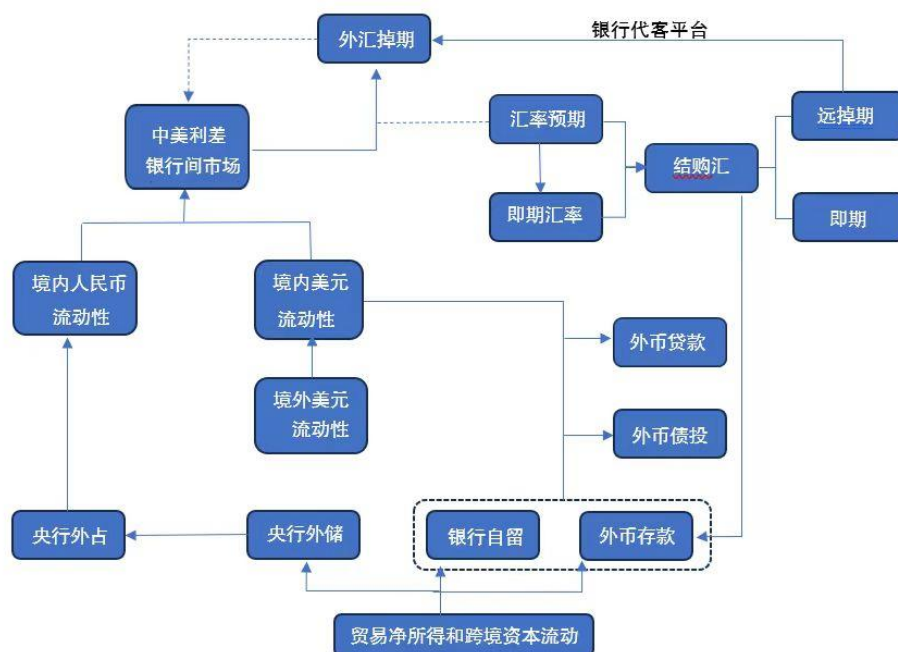
图 2.1.2: 银行结售汇数据划分方式



资料来源：南华研究

我国的外汇市场可以分为三个层次。最内层是银行间市场，包括银行自营和代客平盘交易。第二层是银行代客交易，这取决于企业进行结售汇的意愿。最外层是跨境资金流动，涉及到两个重要账户，即经常账户和资本账户。

图 2.1.3: 汇率市场可分为银行间市场、银行代客交易以及跨境资金流动三层



资料来源：兴业研究

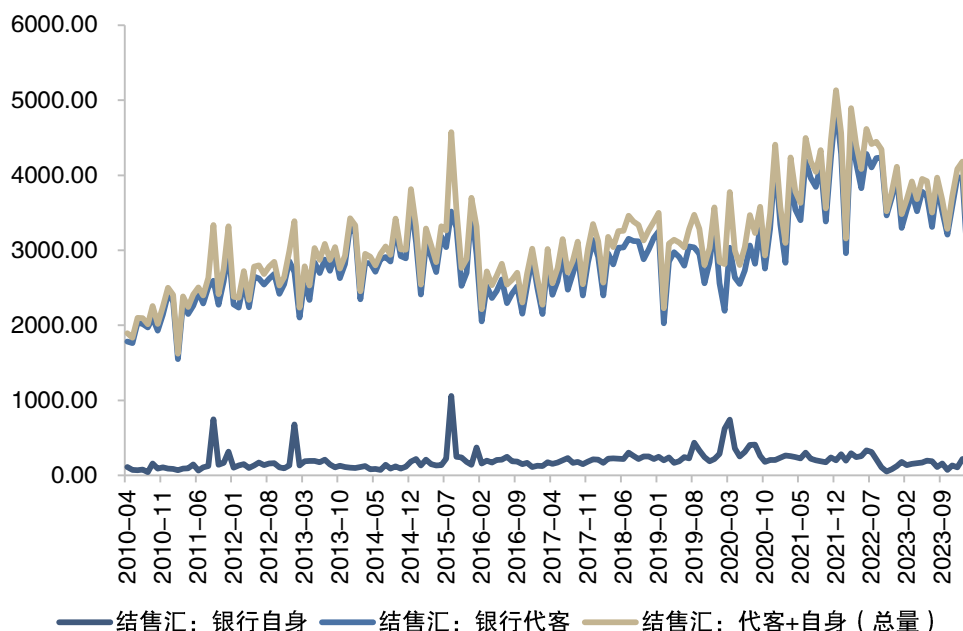
¹ “银行自身”是指银行为满足自身经常项目和资本与金融项目需要而进行的结售汇交易。

² 商业银行与央行的外汇交易行为不体现在银行结售汇数据中，并由商业银行根据每天结售汇的实际发生数额进行统一报送至外管局。因此，结售汇数据受政策调控的影响较小，更能反应市场变化。

考虑到以下三点因素，我们通常将焦点集中于银行代客结售汇数据：

- 一、从结售汇行为产生的原因来看，银行自身结售汇数据涉及的是银行因黄金进出口（包括企业及居民通过银行进行的黄金买卖行为）、境外咨询费和母行管理费、日常经营费用、利润（股息和红利）、资本金以及本外币资产不匹配等产生的结售汇行为，并没有反映过多的市场预期。相较于银行自身结售汇数据，银行代客结售汇数据³代表的是银行系统记录的居民部门向银行购汇与结汇金额，更直接地反映了企业及居民的结汇及购汇意愿，从而体现了企业及居民对人民币汇率的升贬值预期；
- 二、从交易金额来看，银行代客结售汇业务占总量的比重较大，一般达到90%以上，而银行自身结售汇业务的比重相对较小。

图 2.1.4: 银行代客结售汇业务占总量的比重较大，一般达 90% 以上，而银行自身结售汇业务占比较小（亿美元）



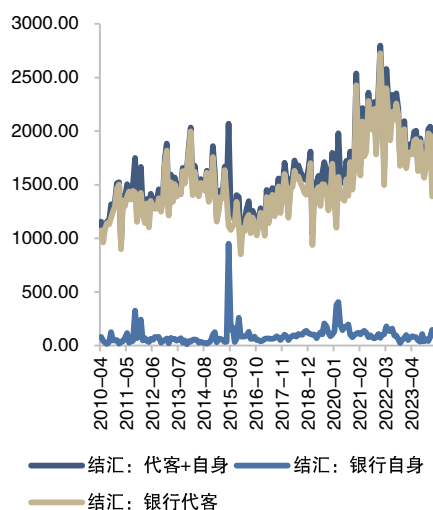
数据来源：iFinD 南华研究

³银行代客指银行为客户办理的结售汇交易，包括两个方面的活动，即结汇和售汇。

1. 结汇：结汇是指银行将外汇兑换成本国货币的行为。当个人或企业需要将外汇兑换成本国货币时，他们可以向银行进行结汇操作。例如，一个人在国外工作赚取了美元，回国后需要将美元兑换成人民币，他可以通过银行进行结汇操作。

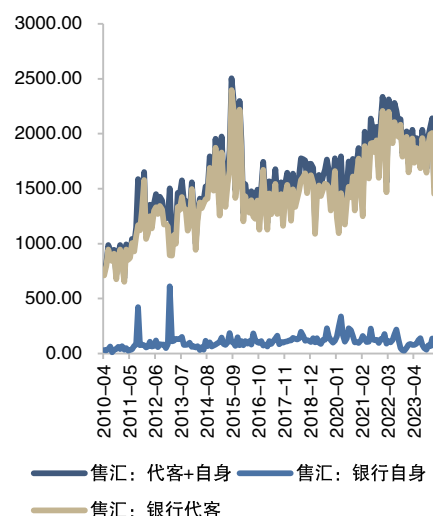
2. 售汇：售汇是指银行将本国货币兑换成外汇的行为。当个人或企业需要将本国货币兑换成外汇时，他们可以向银行进行购汇操作。例如，一个人计划出国旅游，需要将人民币兑换成目的地国家的货币，他可以通过银行进行购汇操作。

图 2.1.5:银行为自身以及其为客户办理的
结汇业务量级比较 (亿美元)



数据来源：iFinD 南华研究

图 2.1.6:银行为自身以及其为客户办理的
售汇业务量级比较 (亿美元)

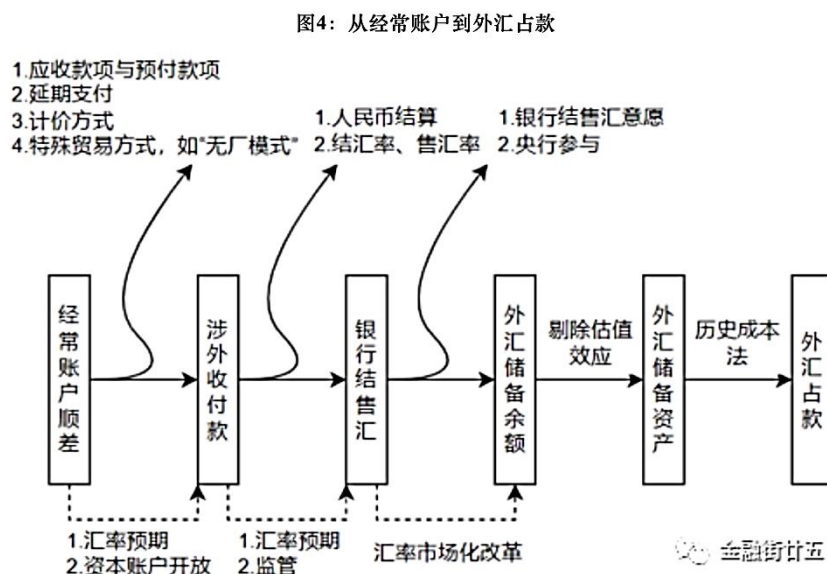


数据来源：iFinD 南华研究

三、由于黄金买卖行为的频繁和规模庞大，而黄金的买卖与国际金价挂钩，因此银行自身结售汇数据的波动主要受国际金价的影响。这种波动与黄金市场的波动密切相关，与市场对汇率的升贬值预期基本没有直接的联系。

四、从经常账户到外汇账款的资金传导链条可以看出，与货币需求最直接相关的人为因素是银行代客结售汇。自我国取消强制结汇政策以来，个人或企业在收到外汇后可以根据自己的意愿选择是否结汇，或自主选择结汇的时间。个人或企业的结汇行为直接反映了市场对汇率的升贬值预期。这种自主选择的结汇行为使得银行代客结售汇数据成为了一个重要的指标，能够更准确地反映市场参与者对人民币汇率的预期和市场情绪。

图 2.1.7:从经常账户到外汇账款资金链



资料来源：网络资料

2.1.3 银行代客结售汇（当月总额）=即期结售汇（当月发生额）+远期结售汇（当月签约额）

1. 银行代客结售汇数据 > 银行自身结售汇数据

相比于银行自身结售汇数据，银行代客结售汇数据更能够反映外汇市场情绪，主因为企业或个人的结汇、购汇行为完全是自主行为，并不受银行或政府直接干预。具体来看，若市场对人民币的升值预期较强时（对外币的贬值预期较强），自然结汇需求就相对旺盛；若市场对人民币的贬值预期较强时候（对外币的升值预期较强），自然购汇需求则相对旺盛。

那么我们怎么观察银行代客结售汇数据呢？虽然我们可以将银行代客结汇额和银行代客售汇额进行加总得到银行代客结售汇总额，但这样得到的结售汇数据很容易误判外汇市场情绪，因为银行代客结售汇数据涉及多个要素，每个要素对外汇市场情绪的反应程度有所不同。根据国家外汇管理局公布的银行结售汇统计制度，银行代客结售汇包括个人或企业的“即期发生额”，也包括“远期及其他衍生品的履约额和签约额”，因此我们可将银行代客结售汇对应分为“即期结售汇”和“远期结售汇”两大构成主体。

图 2.1.8: 银行结售汇数据划分方式



资料来源：南华研究

2. 即期结售汇数据=即期结售汇当月发生额+远期结售汇当月履约额+外汇期权当月行权额

(1) 远期结售汇当月签约额反映市场预期/情绪的逻辑

由于企业与银行签署远期结售汇合约时，隐含了对未来市场走势的预期，因此，相比于即期结售汇数据，远期结售汇数据对外汇市场预期的反映更为“直接”。远期结售汇当月签约规模反映的逻辑具体如下：

若企业预计人民币未来会大幅贬值，就会选择在当月与银行签订远期售汇合约，以锁定未来更低的购汇价格；若企业预计人民币会大幅升值，就会选择在当月与银行签订远期结汇合同，以锁定更有利的结汇价格。数据上的反应为：若远期结汇合约签约规模快速上升，表示企业认为人民币后市升值的概率较大，隐含对未来外币会贬值的预期；若远期售汇合约签约规模快速上升，表示企业认为人民币后市贬值的概率较大，隐含对未来外币将会升值的预期，抓住时机锁定较低的购汇成本。

虽然理论上企业和个人都可以与银行进行远期结售汇操作，但在我国，实际上只有企业才能与银行进行此操作。因此，银行代客远期结售汇能够较为明确地反映企业端对汇率的预期变化。银行一般会通过银行间外汇市场来对冲远期结售汇业务形成的风险敞口。例如，当银行签订的远期结汇大于远期售汇时，银行一般会提前在银行间外汇市场卖出同等金额的外汇，反之亦然。因此，远期结售汇也是影响我国外汇储备变化的一个因素，对我们判断外汇市场情绪和资本流动的大格局具有重要意义。

(2) 即期结售汇当月发生额反映预期/情绪的逻辑

想必大家也注意到了，前面我们用的是“直接”一词去描述远期结售汇数据对外汇市场预期的反映。为什么用直接呢？因为相比于远期结售汇数据对市场预期的反映的简单明了，即期结售汇数据对市场情绪的反映更为复杂一些。

具体来看，即期结售汇当月发生额数据包含三个分项，分别是“真正的即期结售汇当月发生额”、“远期结售汇当月履约额”和“外汇期权当月行权额”⁴。即期结售汇当月发生额虽然与衍生品无关，但同样可以作为一个辅助的判断指标。由于企

⁴ 后两个主要反映的是市场主体过去对市场走势的看法。

业和个人明白自身对汇率的判断或存在一定的错误的可能性，因此他们不会将所有的头寸都用远期合约锁定，而是会保留部分头寸在即期市场上进行结售汇。这样做的目的是为了灵活应对未来汇率波动，以便在市场变化时能够及时调整头寸，以获得更有利的汇率。

3. 真正的即期结售汇当月发生额=即期结售汇-远期结售汇当月履约额-外汇期权当月行权额

理论上而言，即期结售汇当月发生额应该统计的是企业或个人在当月真实发生的结售汇操作，是企业和个人根据当前的外汇市场形势做出判断后的操作结果，并不应该把统计了过去交易（体现的是企业在过去对汇率走势的看法，而非其当前的市场判断）、但在当月执行的远期结售汇当月履约额和外汇期权当月行权额⁵一起统计进去。但根据国家外汇管理局公布的银行结售汇统计制度，其把远期结售汇当月履约额和外汇期权当月行权额统计进了即期结售汇当月发生额中。因此，若我们想通过即期结售汇数据观察当期外汇市场情绪时，需剔除远期结售汇当月履约额和外汇期权当月行权额数据，才能得到真正反映当期外汇市场情绪的即期结售汇当月发生额。需要注意的是，国家外汇管理局并不公布远期结售汇当月履约额和外汇期权当月行权额两个数据，但我们可以通过下述公式将远期结售汇当月履约额推算出来：

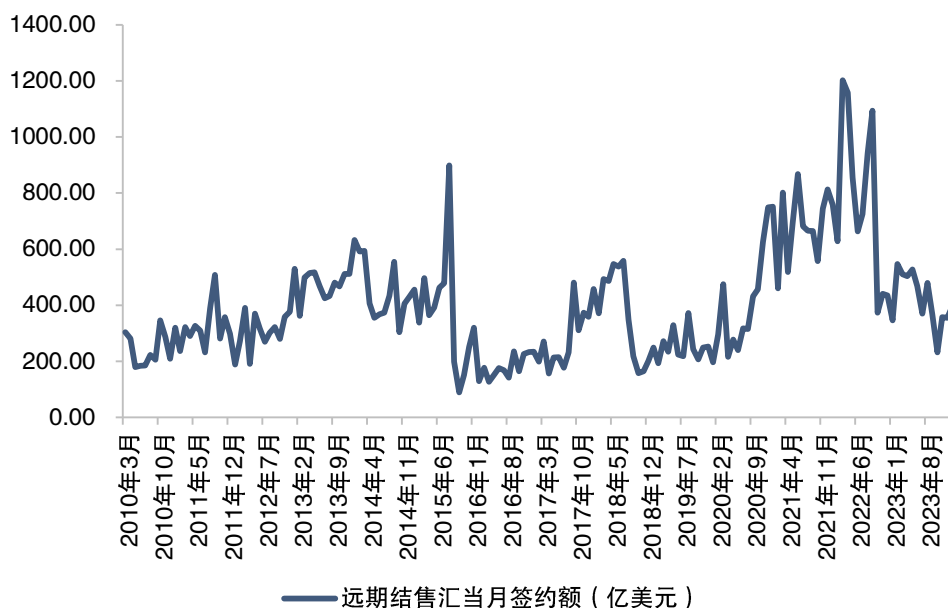
未到期远期结售汇差额变动额=本期末到期远期结售汇差额-上期末到期远期结售汇差额=本期远期结售汇签约额-本期远期结售汇履约额-本期远期结售汇平仓额

本期末远期结售汇累计未到期额⁶=上期末远期结售汇累计未到期额+本期远期结售汇签约额-本期远期结售汇履约额-本期远期结售汇平仓额

⁵ 无论是远期合约还是期权合约，在签约的时候，企业和银行并不发生结售汇行为，只有合约到期履约时才有真实的结售汇操作发生。

⁶ 本期末远期结售汇累计未到期额是指银行与客户签订的远期结汇和售汇合同在本期末仍未到期的余额。

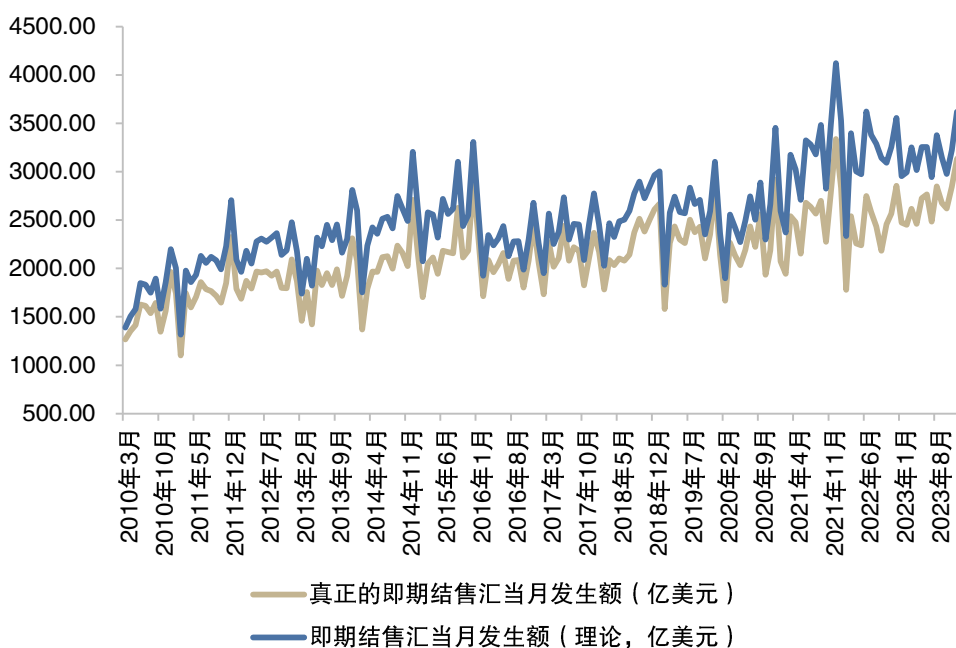
图 2.1.9:2010 年以来银行代客市场远期结售汇当月履约额



数据来源: iFinD 南华研究

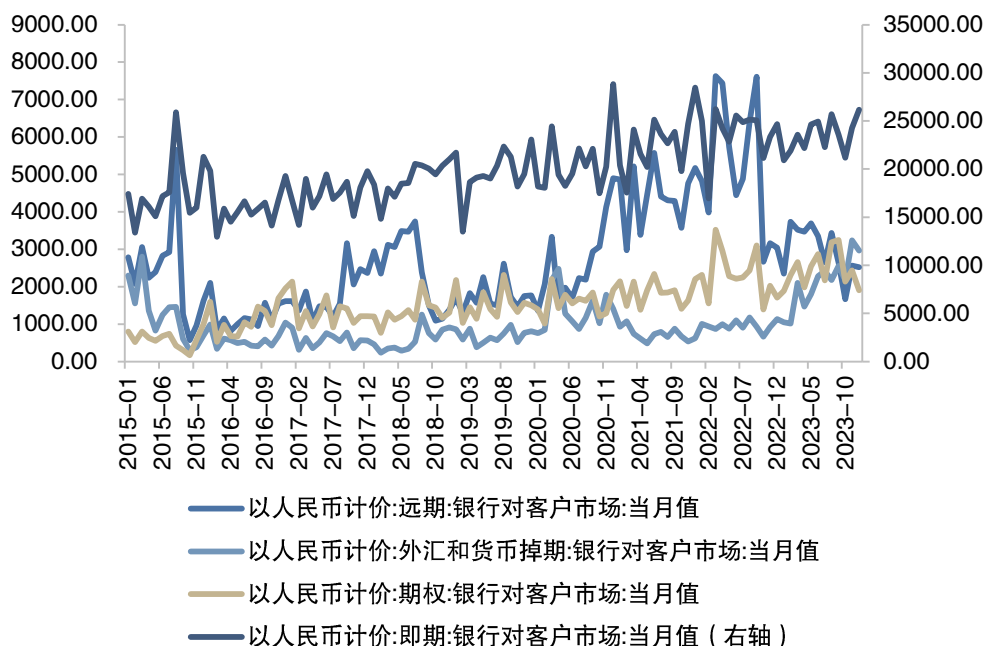
对于外汇期权当月行权额数据, 我们可以通过图2.1.11和图2.1.12看到, 境内的外汇期权交易额占整个银行代客市场外汇额的比率并不高, 因此可以将其剔除忽略不计。只要在即期结售汇数据中将远期结售汇当月履约额剔除, 就可以非常近似地得到真正的即期结售汇当月发生额。

图 2.1.10:2010 年以来银行代客市场真正的即期结售汇当月发生额



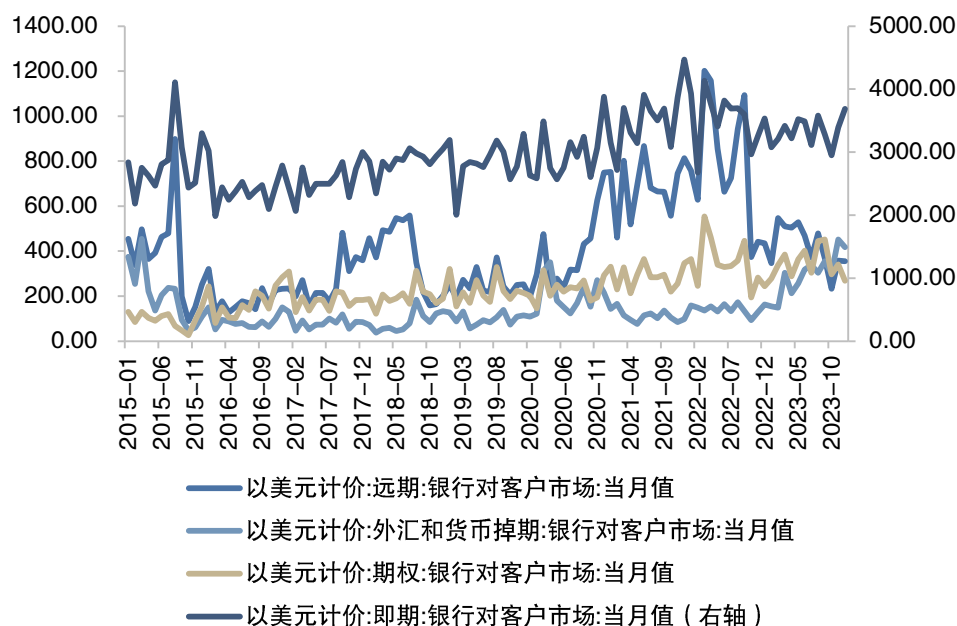
数据来源: iFinD 南华研究

图 2.1.11:2015 年以来银行代客市场外汇月度交易额（亿元）



数据来源：iFinD 南华研究

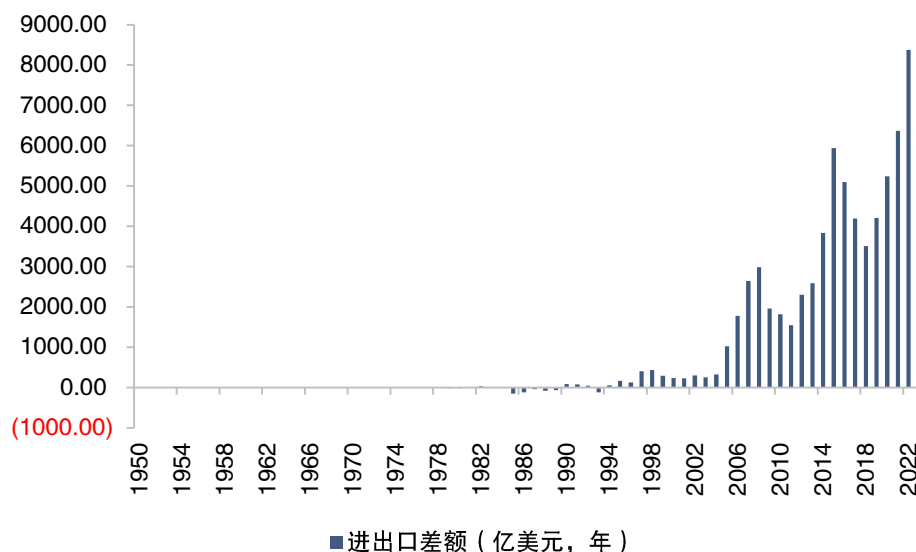
图 2.1.12:2015 年以来银行代客市场外汇月度交易额（亿美元）



数据来源：iFinD 南华研究

由于我国是贸易顺差大国（见图2.1.11），一般而言，即期结售汇当月发生额应为顺差，如果月度顺差大幅下滑，甚至转为逆差，则一般意味着市场对人民币贬值预期升温，人民币有贬值压力，反之则有升值压力。

图 2.1.13:1950 年以来中国进出口差额情况



数据来源：iFinD 南华研究

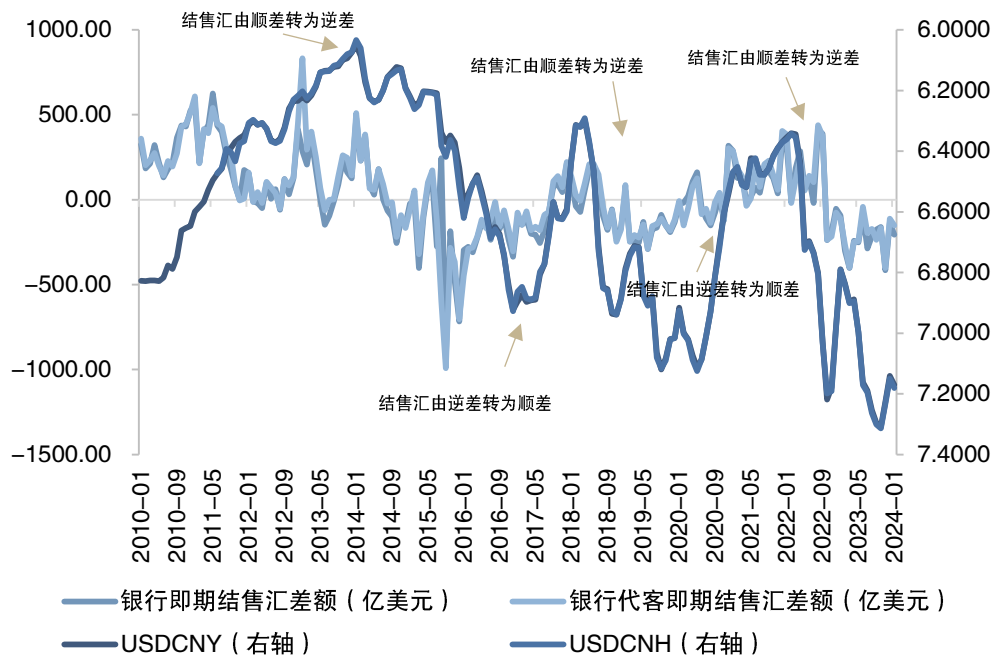
2.2 历史复盘：从银行结售汇视角看外汇市场情绪及人民币汇率走势

2.2.1 市场对汇率的预期与人民币汇率互为因果

通过历史复盘，我们发现，市场的结售汇行为变化一方面受到市场自身对汇率预期的影响，另一方面，市场自身对汇率的预期又受到市场结售汇行为变化的影响，从而决定了市场结售汇行为。

观察2010年1月以来的银行即期结售汇差额、银行代客即期结售汇差额、银行结售汇差额、银行代客结售汇差额与美元兑人民币即期汇率走势可以发现，结售汇由顺差转为逆差，或结售汇由逆差转为顺差后，通常伴随着美元兑人民币即期汇率从下行转为上行，或从上行转为下行，即结售汇的顺逆差转变，在一定程度上领先于美元兑人民币即期汇率的走势拐点。

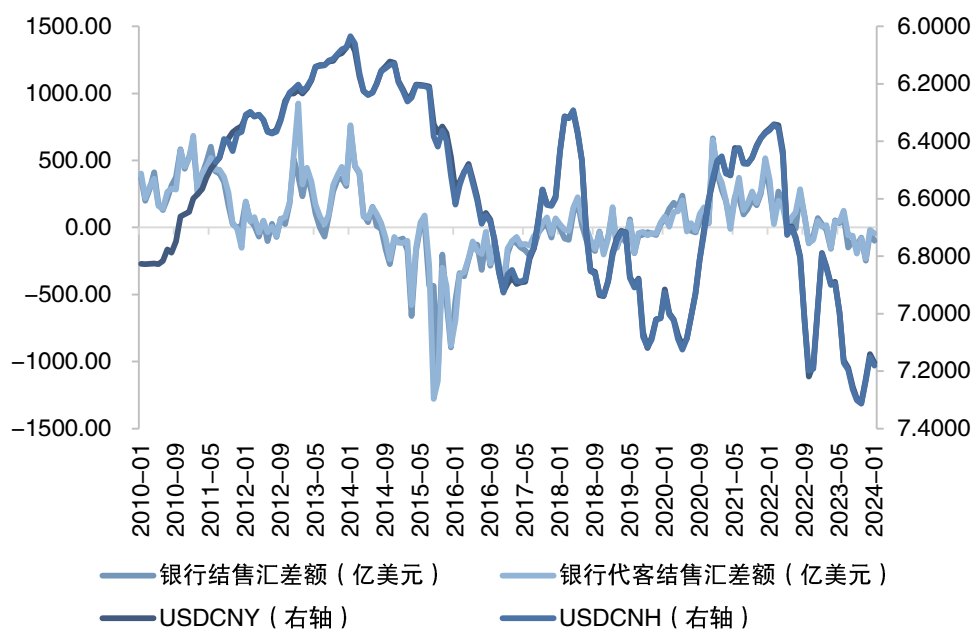
图 2.2.1: 银行即期结售汇差额、银行代客即期结售汇差额与美元兑人民币即期汇率走势图



注：图中USDCNY、USDCNH皆为逆序显示，且为当月月度平均数据

数据来源：iFinD 南华研究

图 2.2.2: 银行结售汇差额、银行代客结售汇差额与美元兑人民币即期汇率走势图



注：图中USDCNY、USDCNH皆为逆序显示，且为当月月度平均数据

数据来源：iFinD 南华研究

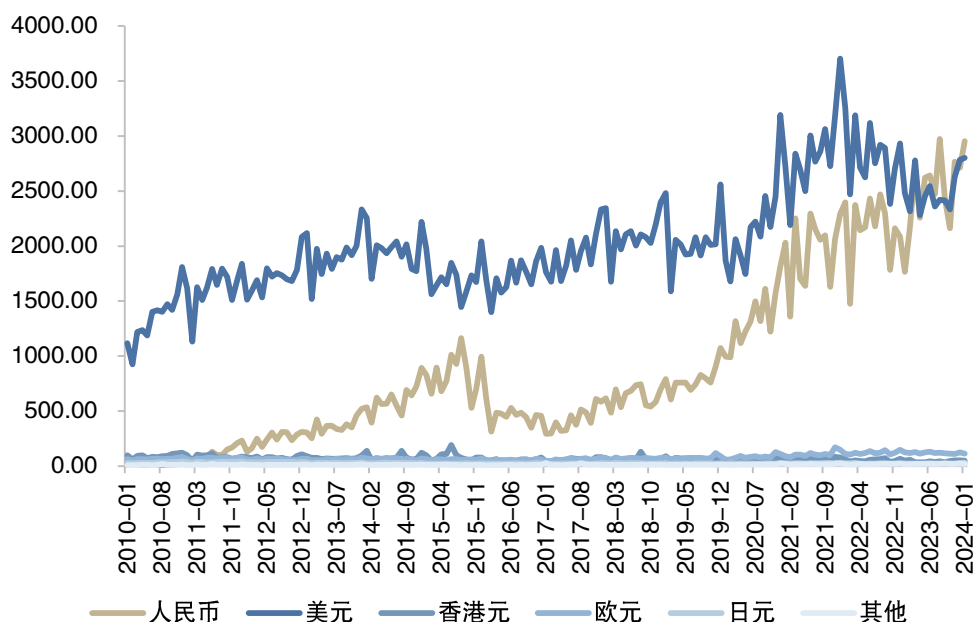
2.2.2 结售汇意愿

通过下述公式，我们可以得到银行每月代客结汇率与售汇率，从而衡量市场结汇及购汇意愿的程度。在分析结售汇率时，还有一点需要考虑，那就是跨境贸易人民币结算的比重在不断上升。因此，在分析结售汇率时，要将对外收付款中与人民币相关的收款剔除，用外币作为收付款的分母，这样才能准确地反映结售汇率。

$$\text{当月结汇率} = \frac{\text{当月银行代客结汇总额（以美元计价）}}{\text{当月代客外币涉外收入}^7 \text{（以美元计价）}} * 100\%$$

$$\text{当月售（购）汇率} = \frac{\text{当月银行代客售（购）汇总额（以美元计价）}}{\text{当月代客外币涉外支出（以美元计价）}} * 100\%$$

图 2.2.3: 跨境贸易人民币结算的比重在不断上升（亿美元）



数据来源：iFinD 南华研究

一般来说，当结汇率大幅下降，售汇率大幅上升的时候，反映的是经济主体对人民币有较强的贬值预期；当结汇率大幅上升，售汇率大幅下降的时候，反映的是经济主体对人民币有较强的升值预期。

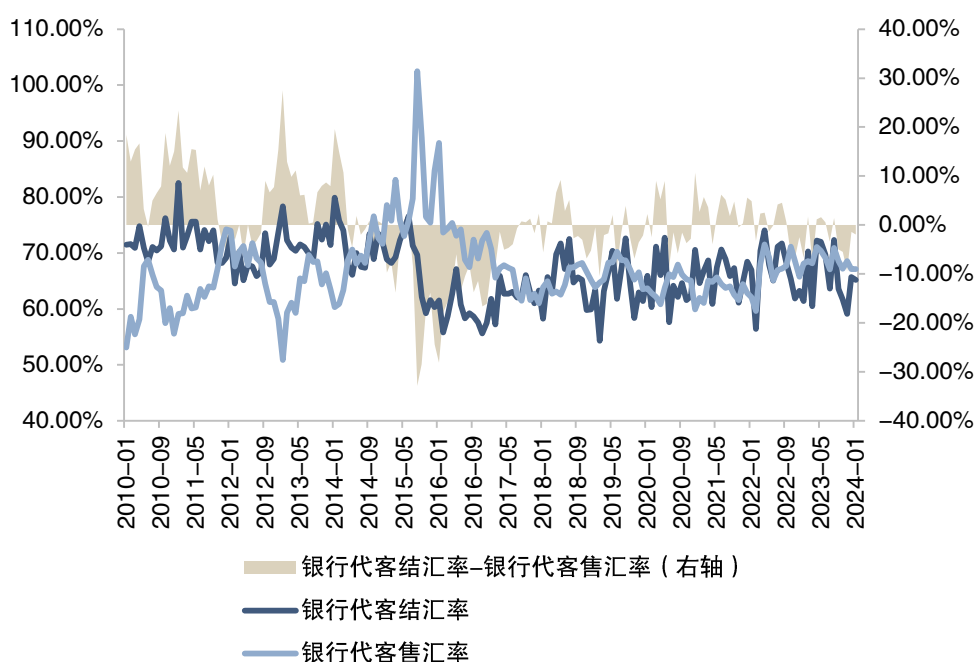
我们将2010年以来的银行代客结汇率与售汇率分为三个阶段，分别为：阶段一、2010年1月-2014年1月；阶段二、2014年2月-2017年6月；阶段三、2017年7月-至今，以观察市场结汇及购汇意愿与美元兑人民币即期汇率走势之间的关系。通过观

⁷ 银行代客涉外收付款是指境内非银行居民机构和个人（统称非银行部门）通过境内银行与非居民机构和个人之间发生的收付款，不包括现钞收付和银行自身涉外收付款。具体包括：非银行部门和非居民之间通过境内银行发生的跨境收付款（包括外汇和人民币），以及非银行部门和非居民之间通过境内银行发生的境内收付款（暂不包括境内居民个人与境内非居民个人之间发生的人民币收付款），统计时点为客户在境内银行办理涉外收付款时。其中，银行代客涉外收入是指非银行部门通过境内银行从非居民收入的款项，银行代客对外支出是指非银行部门通过境内银行向非居民支付的款项。

察，发现结售汇数据反映了市场预期的变化。在人民币单边升值阶段，客户更倾向于早期进行结汇操作，延迟购汇操作；而随着市场对人民币贬值预期的增加，客户更倾向于延迟结汇操作，提前进行购汇操作。近年来，市场对汇率的涨跌预期更加理性，顺势而为的行为有所减少，换汇行为不再追求追涨杀跌的策略。但我们无法回答“到底是市场预期影响了汇率走势，还是汇率走势影响了市场预期”。具体分析如下：

- 1) 阶段三的市场每月结汇力量和购汇力量较阶段一和阶段二的更为均衡，银行代客结汇率与售汇率之间的差值亦有所收敛，且差值呈现低波运行状态。

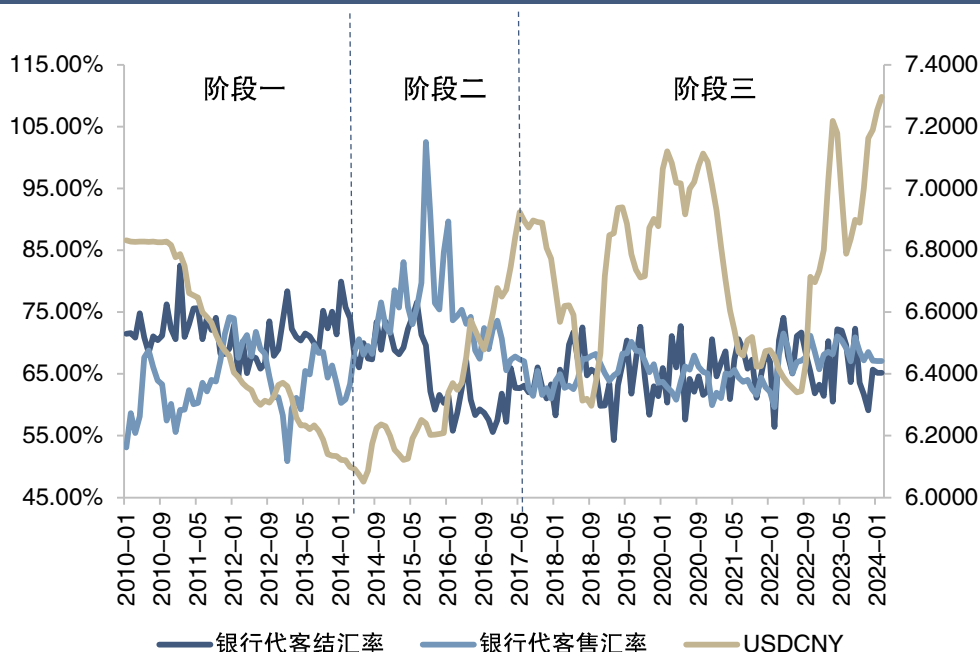
图 2.2.4:2015 年 811 汇改后，银行代客结汇率与售汇率之间的差值有所收敛，结汇力量和购汇力量较为均衡



数据来源：iFinD 南华研究

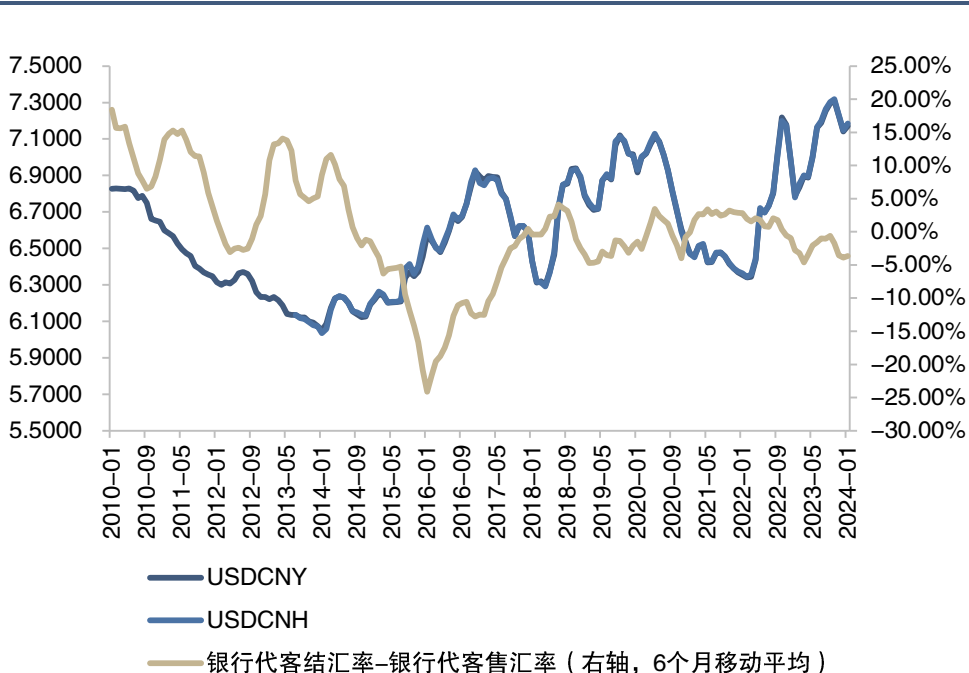
- 2) 在阶段一，银行代客结汇率平均为 71.55%，而银行代客售汇率不足 64%，仅为 63.74%，且绝大多数月份售汇率低于高汇率，与此同时我们观察到了在该阶段的美元兑人民币即期汇率的表现为趋势性回落；在阶段二的银行代客结汇率回落至月均不足 66%，仅为 65.28%，银行代客售汇率飙升至月均 73.75%，甚至在 2015 年 8 月份购汇率超过了 100%，达 102.29%，且在绝大多数月份售汇率高于结汇率，与此同时我们观察到了在该阶段的美元兑人民币即期汇率的表现为趋势性回升；在阶段三，银行代客结汇率与售汇率表现得较为均衡，均值均在 66% 左右，且顺、逆差值出现的概率也差不多，分别为 48.10% 和 51.90%，与此同时我们观察到了在该阶段的美元兑人民币即期汇率的表现为双向波动。

图 2.2.5:各阶段银行代客结汇率、售汇率及美元兑人民币即期汇率走势



数据来源: iFinD 南华研究

图 2.2.6:结售汇差值（6 个月移动平均）与美元兑人民币即期汇率走势



数据来源: iFinD 南华研究

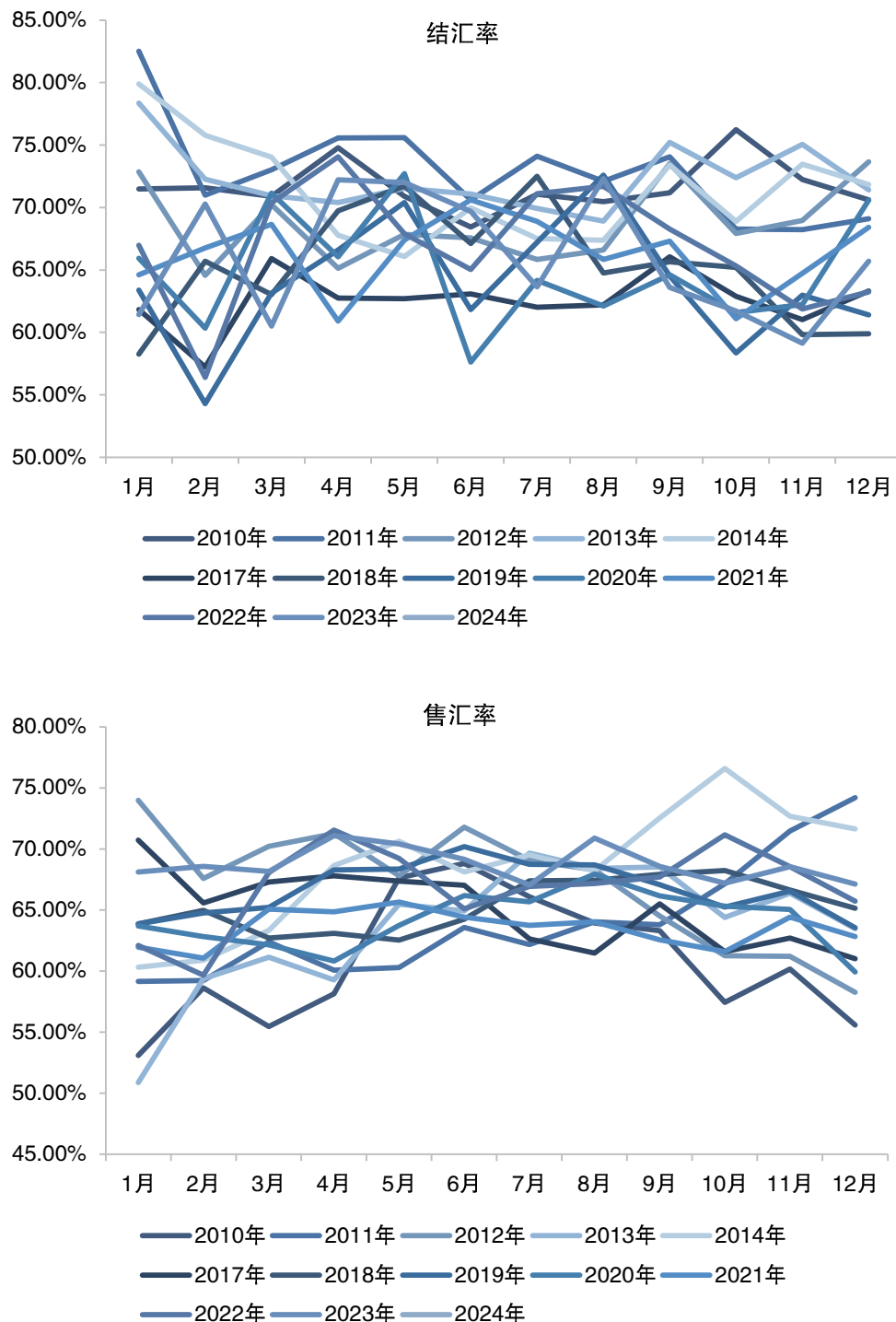
图 2.2.7:各阶段银行代客结汇率、售汇率及差值统计

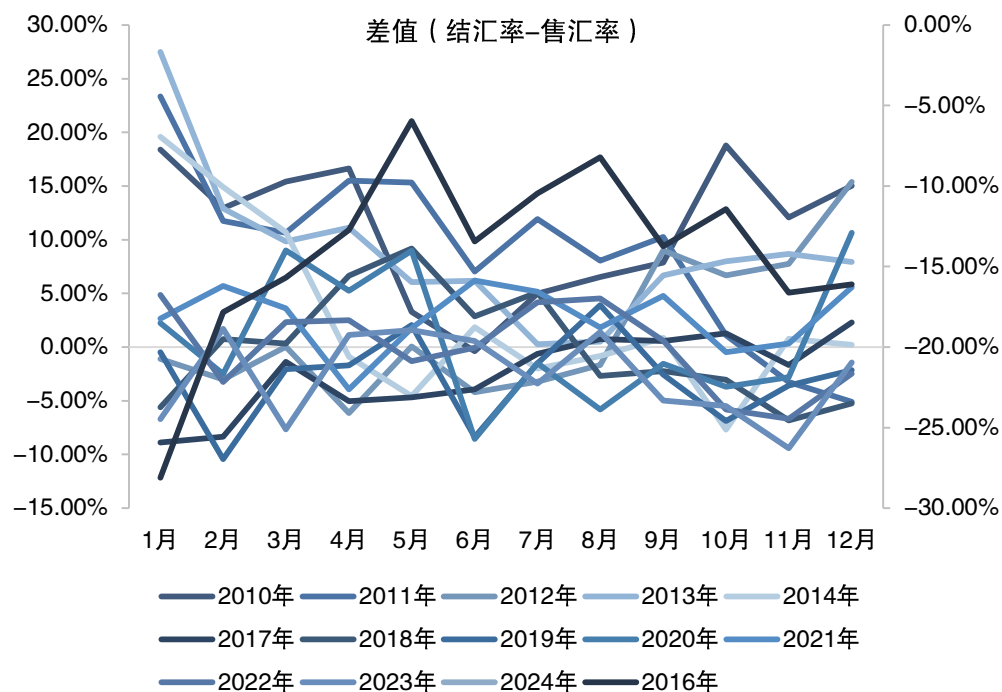
时间段	银行代客结汇率			银行代客售汇率			差值（结汇率-售汇率）						
	均值	最大值	最小值	均值	最大值	最小值	均值	顺差最大值	顺差最小值	逆差最大值	逆差最小值	顺差概率	逆差概率
阶段一（2010年1月-2014年1月）	71.55%	82.50%	64.57%	63.74%	74.20%	50.87%	7.82%	27.49%	0.02%	-6.13%	-0.37%	81.63%	18.37%
阶段二（2014年2月-2017年6月）	65.28%	76.58%	55.61%	73.75%	102.49%	60.89%	-8.47%	14.90%	0.20%	-32.85%	-0.84%	19.51%	80.49%
阶段三（2017年7月-2024年1月）	65.34%	74.06%	54.30%	65.65%	71.54%	59.65%	-0.31%	10.65%	0.33%	-10.45%	-0.06%	48.10%	51.90%

资料来源: iFinD 南华研究

3) 在季节性需求下,我们发现,银行代客结汇率通常会在年末(初)上升,从而给予人民币升值压力;购汇率则会在年中阶段性增加,给予人民币贬值压力。

图 2.2.8:2010 年至今,银行代客结汇率、售汇率及差值季节性统计





注：我们将2015年、2016年的结/购汇率数据及2015年的差值数据剔除
数据来源：iFinD 南华研究

3. 参考文献

1. 2019年 中 国 跨 境 资 金 流 动 监 测 报 告[EB/OL],2020.
<https://wenku.baidu.com/view/7055c82da06925c52cc58bd63186bceb18e8ed6b.html>.
2. 跨 境 资 金 流 动 监 测 分 析 方 法 与 主 要 结 论[EB/OL],2011.
<https://wenku.baidu.com/view/a4e40f6365ec102de2bd960590c69ec3d4bbdb5f.html>.
3. 葛金锋，国际收支统计及监测分析 [EB/OL] ,2014. <https://www.docin.com/p-924847377.html>.
4. 王春英，跨境资金监测分析体系的作用[J]. 中国金融, 2016, No.824(02):67-70.
5. 郭嘉沂，一文读懂外汇跨境相关指标——外储、外占、结售汇、涉外收付款、国际收支全解析，2020.

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

