

11 月外汇市场分析报告

实需驱动人民币汇率逆势走高，汇率超调风险转向出口竞争力隐忧

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。

相关研究报告

《1 月外汇市场分析报告：人民币升值由外汇供求而非市场预期驱动》 20210301
 《2 月外汇市场分析报告：人民币汇率升势趋缓，中国仍是新兴市场的定海神针》 20210323
 《3 月外汇市场分析报告：汇率双向波动，供求关系改善》 20210427
 《4 月外汇市场分析报告：人民币汇率升值重启，结售汇顺差快速收敛》 20210523
 《5 月外汇市场分析报告：人民币汇率创近三年新高，外汇抛盘增加但顺差未超前高》 20210621
 《6 月外汇市场分析报告：市场与政策因素共同发力，人民币汇率双向波动明显》 20210726
 《7 月外汇市场分析报告：全面降准和中概股事件对境内汇市冲击有限》 20210824
 《8 月外汇市场分析报告：Taper 预期触发远期购汇风险对冲，引起境内外汇供求关系小幅逆转》 20210923
 《9 月外汇市场分析报告：人民币汇率明弱实强，外汇卖超压力加大》 20211026
 《10 月外汇市场分析报告：市场供求推动人民币逆势上扬，汇率杠杆调节驱动外汇供求更趋平衡》 20211123

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

- 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。

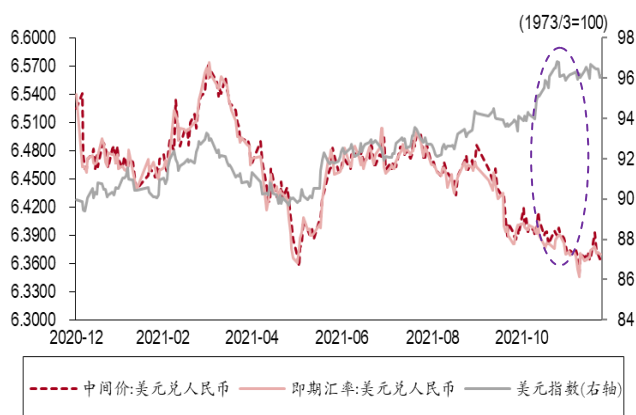
12月24日，国家外汇管理局发布了11月份外汇收支数据。现结合最新数据对11月份境内外汇市场运行情况具体分析如下：

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）。

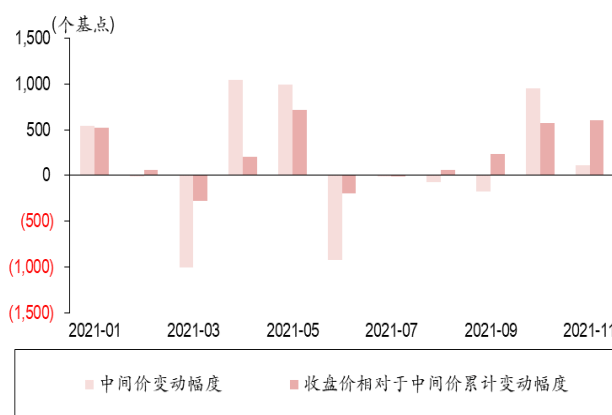
图表1. 境内人民币兑美元汇率与美元指数继续背离



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



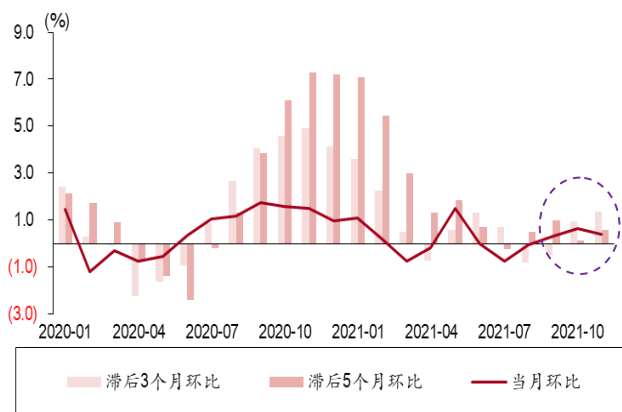
资料来源：万得，中银证券

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。

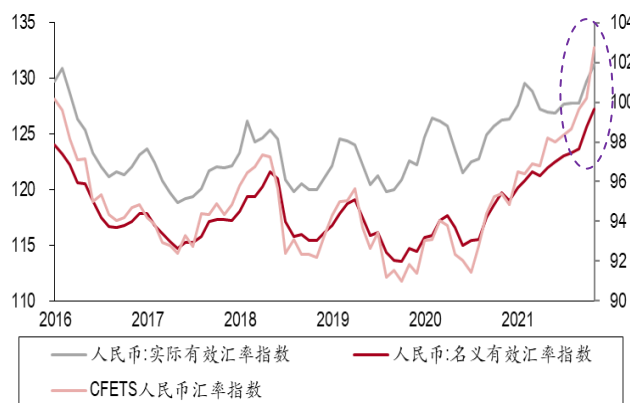
从多边汇率来看，由于美元强、人民币更强，截至11月末，CFETS人民币汇率指数升至102.76，为数据公布以来次高；国际清算银行编制的人民币名义和实际有效汇率指数分别升至127.23、131.24，均创历史新高。当月，CFETS人民币汇率指数上涨2.5%，为涨幅最大的月份；人民币名义和实际有效汇率指数分别上涨1.3%、1.2%，涨幅连续两个月大于1%，两个月分别累计上涨2.9%和2.7%（见图表4）。这反映人民币升值对企业出口竞争力影响加大。

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

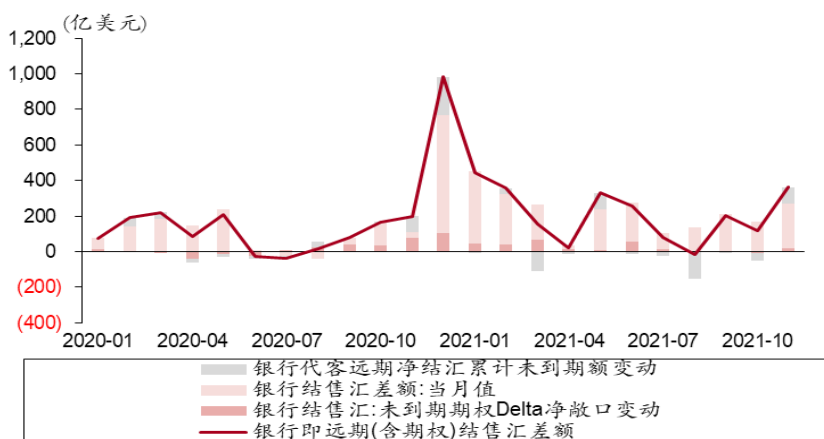
时间	具体内容
2021 年 1 月 5 日	将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。
2021 年 1 月 7 日	将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。
2021 年 5 月 23 日	人民银行副行长刘国强表示，人民银行将注重预期引导，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2021 年 5 月 27 日	全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调，没有任何人可以准确预测汇率走势...关键是管理好预期，坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为。
2021 年 5 月 31 日	人民银行发布公告称，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

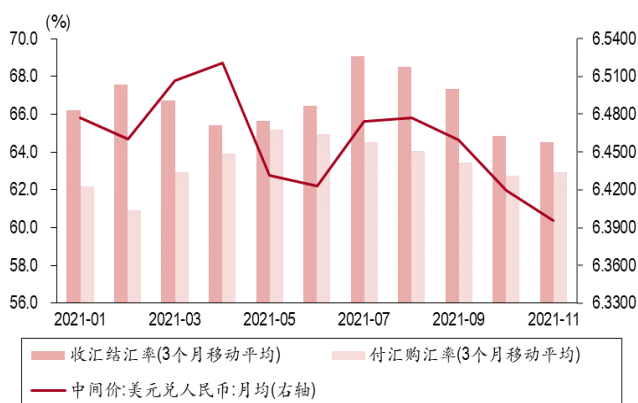
注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权 Delta 净敞口环比变动。

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

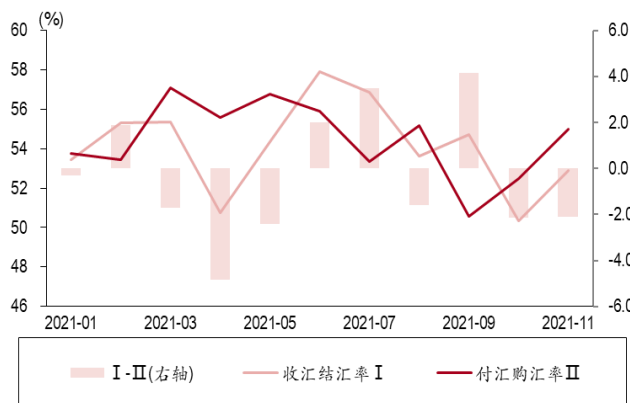
图表 7. 市场结售汇意愿与人民币汇率走势



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。

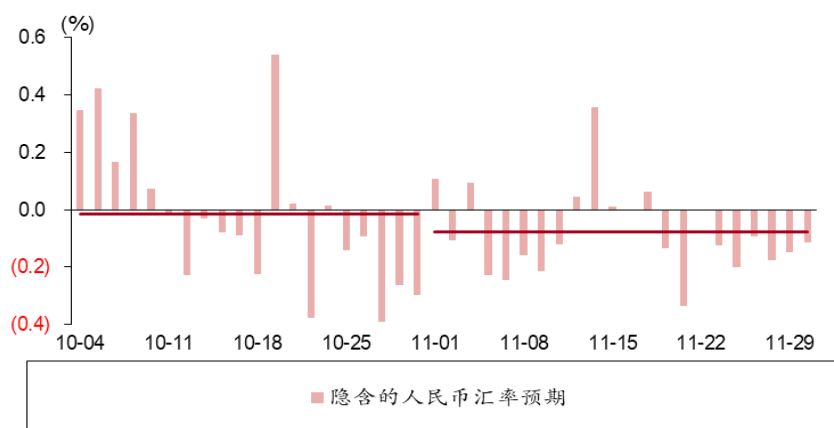
图表 8. 市场结售汇意愿变化



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：收结汇率=（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=（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）汇累计未到期额+当月远期结（售）汇签约-当月远期结（售）汇累计未到期额。

图表 9.1 年期 NDF 隐含的人民币汇率预期



资料来源：万得，中银证券

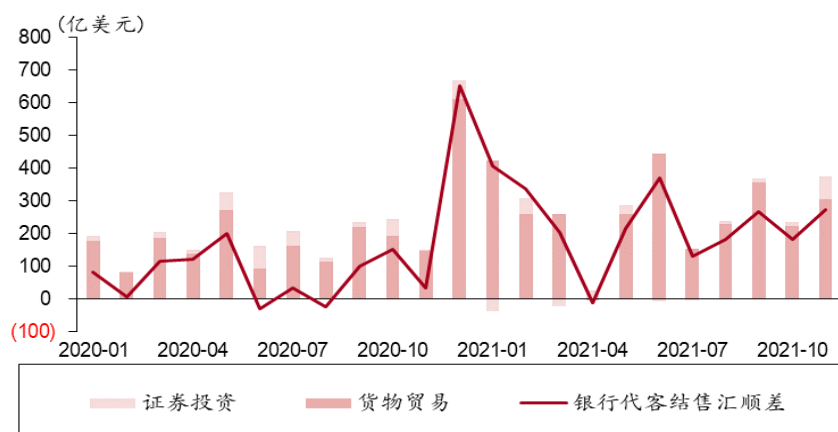
注：隐含的汇率预期=中间价 $\times$ (1年期NDF-1年期远期/10000)-1；1年期远期=(买入价+卖出价)/2；如果内地市场和香港市场只有一个开市，即沿用闭市市场的上一个交易日的价格；负值代表贬值预期，正值代表升值预期。

贸易顺差、外资流入，是外汇供大于求的主要原因

11 月份，银行代客结售汇顺差 272 亿美元，环比增加 89 亿美元。其中，货物贸易和证券投资结售汇顺差扩大是主要贡献项：货物贸易结售汇顺差 306 亿美元，环比增加 81 亿美元；证券投资结售汇顺差 70 亿美元，环比增加 60 亿美元；二者分别贡献了银行代客结售汇顺差增加额的 91%、67%（见图表 10）。

前 11 个月，银行代客货物贸易结售汇顺差 2912 亿美元，相当于银行代客结售汇顺差的 114%，表明银行代客结售汇顺差的主要来源是货物贸易，反映了 2021 年中国出口高速增长、贸易大顺差的影响。虽然 2021 年以来多项扩大资本流出的政策相继出台（见图表 5），但这些政策在购汇方面反映的效果有限。前 11 个月，银行代客资本项下结售汇顺差 687 亿美元，相当于银行代客结售汇顺差的 27%，与货物贸易结售汇顺差共同推动人民币升值。

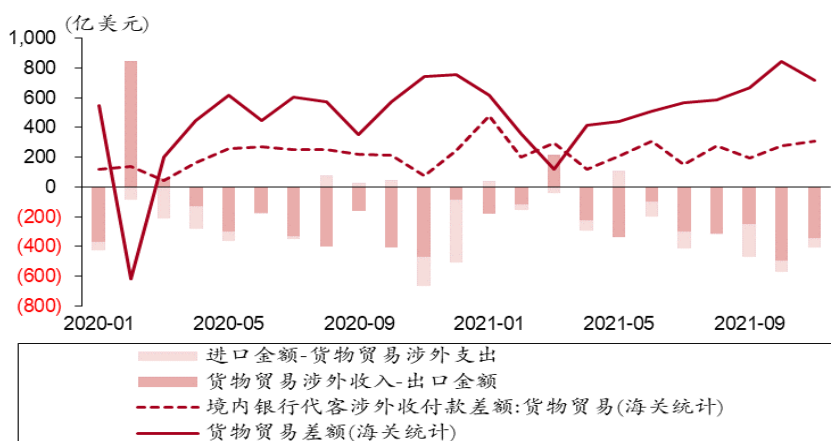
图表 10. 银行代客结售汇差额及主要构成项



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

11 月份，海关总署公布的货物贸易顺差 717 亿美元，环比减少 128 亿美元；海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 307 亿美元，环比增加 31 亿美元；贸易顺收顺差的缺口由上月-569 亿美元收窄至-410 亿美元，其中进口多付款规模变动较小，但出口少收款降幅明显，环比减少了 152 亿美元，也反映年末出口企业加快了收款进度（见图表 11）。

图表 11. 货物贸易差额与涉外收付款差额



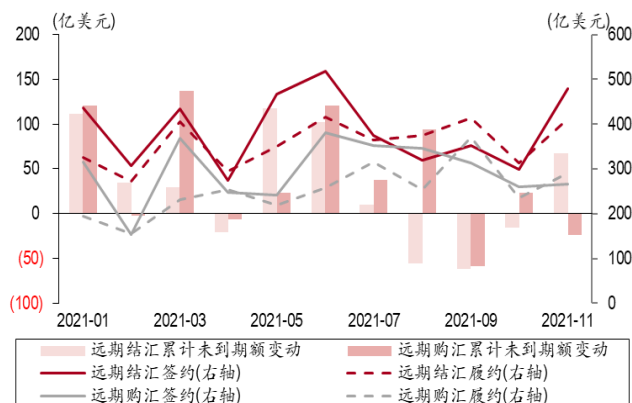
资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

近期市场汇率避险操作重新转向以防范升值风险为主

11 月份，银行代客远期净结汇累计未到期额 342 亿美元，增加外汇供给 92 亿美元。其中，远期结汇累计未到期额增加 67 亿美元（远期签约额 480 亿美元大于履约额 412 亿美元），远期售汇累计未到期额减少 24 亿美元（远期签约额 265 亿美元小于履约额 290 亿美元），二者分别贡献了 74%、26%（见图表 12）。

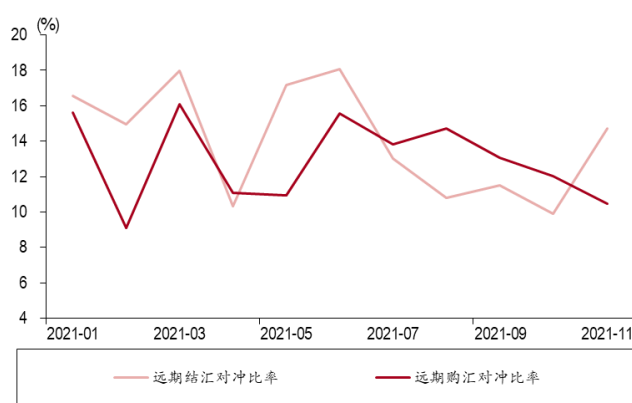
当月，以远期结汇签约额占出口金额比重衡量的远期结汇对冲比率为 14.7%，环比提升 4.8 个百分点；以远期购汇签约额占进口金额比重衡量的远期购汇对冲比率为 10.5%，环比回落 1.6 个百分点（见图表 13）。

图表 12. 远期结售汇签约/履约额以及累计未到期额变动



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

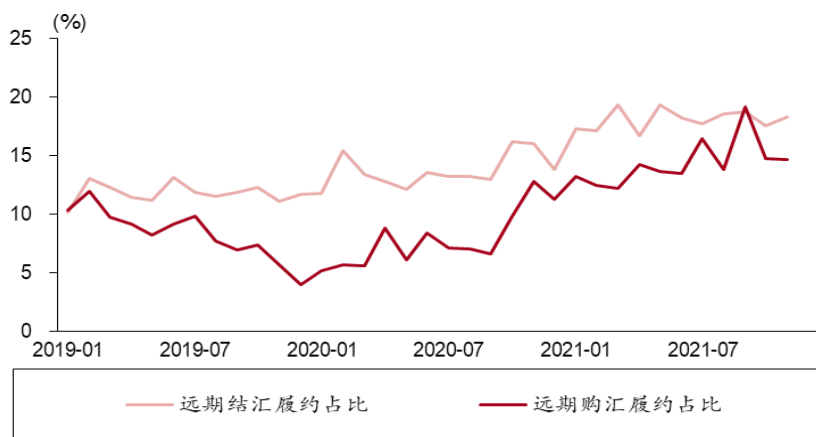
图表 13. 远期结汇和购汇对冲比率变动情况



资料来源：国家外汇管理局，海关总署，万得，中银证券

11 月份，银行代客结汇中的远期结汇履约占比为 18.3%，环比提升 0.7 个百分点；银行代客售汇中的远期购汇履约占比为 14.6%，环比回落 0.1 个百分点。虽然远期结售汇履约占比变动幅度较小，但绝对水平仍位于历史高位，反映在监管部门引导下，前期市场防范人民币汇率波动风险的力度加大，人民币升值对出口企业的财务影响应该不如我们想象的那么大（见图表 14）。

图表 14. 远期结售汇履约占比变动情况

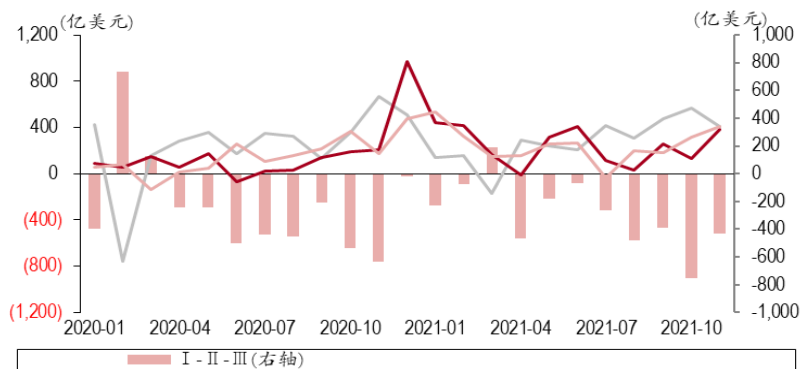


资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

国际收支口径跨境资本偏流出压力减轻，股票通项下净流入规模小幅减少，债券通项下境外机构持有人民币债券规模增幅明显

11 月份，银行代客即远期（含期权）结售汇顺差 383 亿美元，环比增加 249 亿美元；银行代客涉外外汇净流入 404 亿美元，环比增加 84 亿美元；二者缺口为-22 亿美元，上月为-187 亿美元。在此基础上，我们剔除 11 月份货物贸易进出口差额与涉外收付款差额的缺口 410 亿美元，得到调整后的缺口为-432 亿美元，上月缺口为-756 亿美元，表明 11 月份国际收支口径的跨境资本偏流出压力减轻（见图表 15）。

图表 15. 调整后的结售汇差额与涉外外币收付差额的偏离



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_35278

