

# 【今日推荐】境内美元流动性收支行为分析—境内美元流动性系列（一）

原创 郭嘉沂 张梦 兴业研究 2021年10月20日 07:06

点击 **蓝字** 关注，每天获取精选研报



**郭嘉沂** 兴业研究首席汇率分析师

**张梦** 兴业研究分析师

境内美元市场、流动性

“

2021年，由于境内美元流动性极其宽裕，人民币相对美元指数不断累积超升压力。本系列报告我们将搭建境内美元流动性分析框架。

1994年取消外汇留成制度以来，我国外汇市场经历了从“强制结售汇”到“意愿结售汇”的转变，逐渐开启“藏汇于民”。2017年以来跨境投融资活跃、央行退出常态化数量型干预、外储维持相对稳定，银行间美元市场得到长足发展。境内美元流动性变化成为预测人民币即期和掉期汇率不可或缺的因素。

境内美元流动性受到全球美元流动性的影响，但由于我国尚未充分开放资本金融项目，两者之间时有背离。分析境内美元流动性，我们首先考虑境内银行间美元资金池大小。贸易和直投项下美元收入构成了境内美元的主要资金来源。证券投资账户下外资净流入趋势明显，但多以跨境人民币形式流动，对境内美元资金池的影响不宜夸大。其他投资账户与经常账户形成“天然”对冲，无论是存款类资金转移（同业拆借）、对外放款还是贸易信贷增长均属境内美元支出。

我们可以利用“经常帐+直投-外储”与“代客涉外外币净收款-外储”两个变量衡量及预测境内银行间美元资金池规模。

**近年来我国外汇市场经历了从“强制结售汇”到“意愿结售汇”的转变。**1994年我国取消外汇留成制度、实施银行结售汇制度之初，要求中资企业把外汇收入卖给外汇指定银行，再由外汇指定银行将超限额的外汇头寸拿到银行间外汇市场平盘；同时，对外商投资企业提出自求平衡的要求，以在客观上保证外汇资金向国家集中。1996年6月，我国将外商投资企业纳入银行结售汇体系，为1996年接受IMF第八条款、实现经常项目可兑换打下基础。亚洲金融危机后，按照对经常项目转移支付不予限制的要求，我国逐步放松对企业外汇账户的开立和额度限制，降低结售汇的强制性。2007年，我国取消账户限额管理，允许企业根据经营需要自主保留外汇；2008年，修订后的《中华人民共和国外汇管理条例》明确企业和个人可以按规定保留外汇或者将外汇卖给银行。

实施意愿结售汇之初，由于人民币汇率存在单边升值预期，企业持外汇的意愿并不强，外贸和直投账户下外汇资金继续被央行外储所吸收。2014年之后人民币汇率开启双边波动行情，企业结售汇失衡的局面改善，外汇资金开始在银行间市场沉淀，银行间美元资金池水位上升。2017年我国资本账户双向开放加速，跨境投融资行为引发资金快进快出，银行间美元市场的“波动”因此加剧。

**随着境内银行间美元市场的水位提高、波动加剧，人民币即期汇率和掉期点数受其影响逐渐难以忽视。**一方面，境内美元利率与人民币利率之差直接影响境内人民币掉期点数；另一方面，当境内美元流动性长时间维持宽松时，人民币有效汇率升值更为流畅，即期汇率相对美元锚的“升值超调”也会更持久——这正是2021年人民币汇率面临的情景。

为提高预测的准确性，在人民币汇率分析框架中纳入境内美元流动性的分析是必要的。我们通过系列专题探讨境内美元流动性的分析方法。

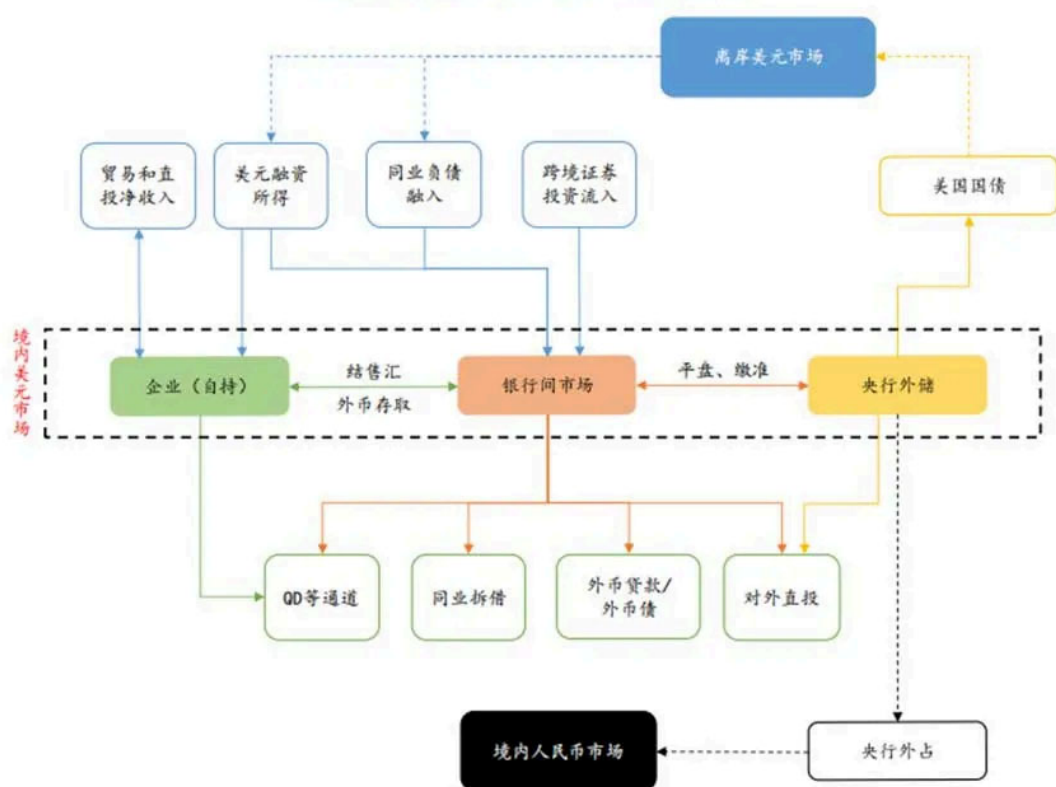
## 一、境内美元池的收入来源和支出去向

境内美元流动性受到全球美元流动性的影响，但由于我国尚未充分开放资本金融项目，两者之间时有背离。分析境内美元流动性，我们首先需要考虑境内美元资金池的大小——资金池在央行与私人部门（银行间市场）之间分配，再者考虑银行间市场美元的供求。本文我们探讨境内银行间美元资金池的规模测算，分为收入与支出进行分析。

收入方面，境内外汇收入的来源主要包括货物和服务贸易出口、FDI等中长期资金流入、外汇投资人民币金融资产，以及境内主体进行的跨境外币融资（外币债、外币贷款、同业拆借等）。外币跨境融资受到离岸美元流动性的影响。

支出方面，外汇资金入境后形成境内美元资金池（包括央行外储和银行间美元市场），再通过支付货物和服务进口、对外直接投资、对外证券投资以及对外放款（外币债、外币贷款、同业拆借等）等渠道回流境外。见图表 1。

图表 1 境内美元流动性分析框架1



注：上图仅考虑企业和银行等机构行为，不考虑个人持有和外汇交易。

数据来源：兴业研究

结合统计数据，跨境美元的交易过程可以概括如下：

- 境内企业和银行通过贸易项、资本金融项获得的跨境美元收入被记录在“跨境涉外收付款”账户下。但目前仅披露了企业的“代客”跨境涉外收付款数据，银行“自营”跨境涉外收付款数据并未公开。
- 代客方面，通过跨境涉外收付款账户入境的美元，一部分遵循“意愿结汇”通过商业银行兑换成人民币，以支撑境内生产投资；一部分以外币存款或理财的形成存放在境内美元市场；一部分以外币现钞的形式被企业持有。
- 意愿结汇形成商业银行外汇占款或是央行外汇占款。前者同未结汇美元存款一同流入境内银行间美元市场，后者伴随着央行外汇储备增加。外汇储备可以被用于海外金融资产投资（例如投资美国国债），对外直投资金“出表”（例如投资“一带一路”项目），购买其他储备资产等。
- 未结汇美元中，企业自持现钞可以通过QD等通道进行对外投资。存放在银行的外币存款则与银行自有外币资金一同交由银行管理，在银行间美元市场流转，或是进行跨境直接投资、跨境证券投资 and 对外放款等。
- 银行自营方面，与代客收付款类似，经结汇后形成商业银行外汇占款或是央行外汇占款，未经结汇的美元直接进入银行间美元市场。
- 当跨境资金流动出现异常波动时，央行在即期和掉期市场上的数量型调控将导致境内美元资金在央行外汇储备和银行间美元市场之间转移，并对境内人民币市场流动性产

生冲击。

- 从资产端视角，外币涉外收付款资金（包括银行代客和自营）会引起央行和其他存款类金融机构的国外资产变化。其中央行资产负债表中国外资产由外汇占款、黄金和其他国外资产[1]构成，外汇占款占比约97%。其他存款性公司[2]的国外资产则刻画了以人民币计价的对非居民的债权，包括**库存外币现金、存放境外同业、拆放境外同业、境外有价证券投资、境外贷款、商业银行结售汇所形成的外汇占款等**。

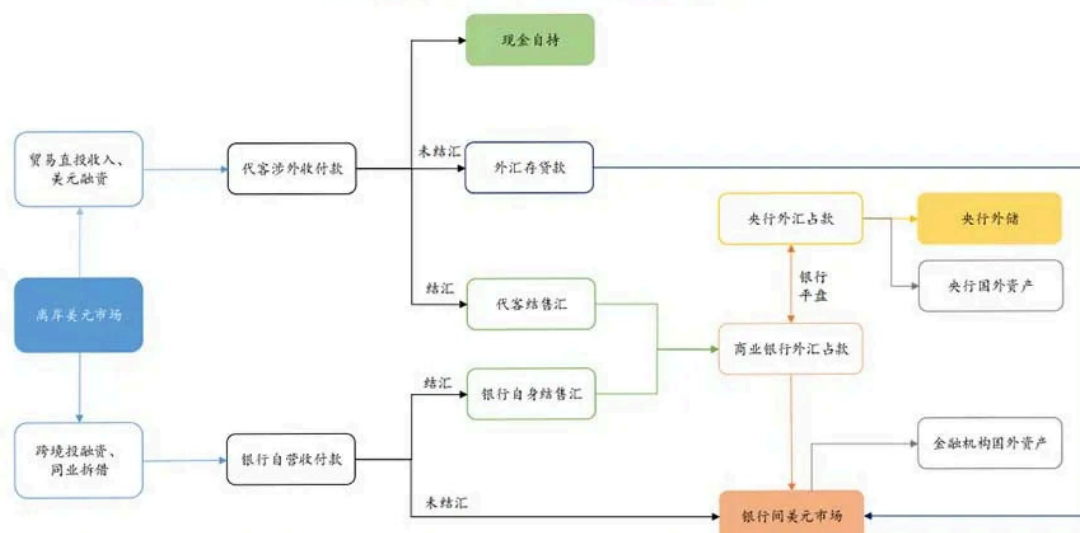
若不考虑企业自持美元现钞、外汇市场干预等情况，跨境资金流动指标之间的关系可以总结如下。数据的表现亦证实了这一关联，见图表 3到图表 5。

外汇存款-外汇贷款=代客外币涉外收付款-代客结售汇；

银行代客结售汇+银行自营结售汇=商业银行外汇占款+央行外汇占款；

央行国外资产+银行国外资产=代客涉外收付款+银行自营涉外收付款；

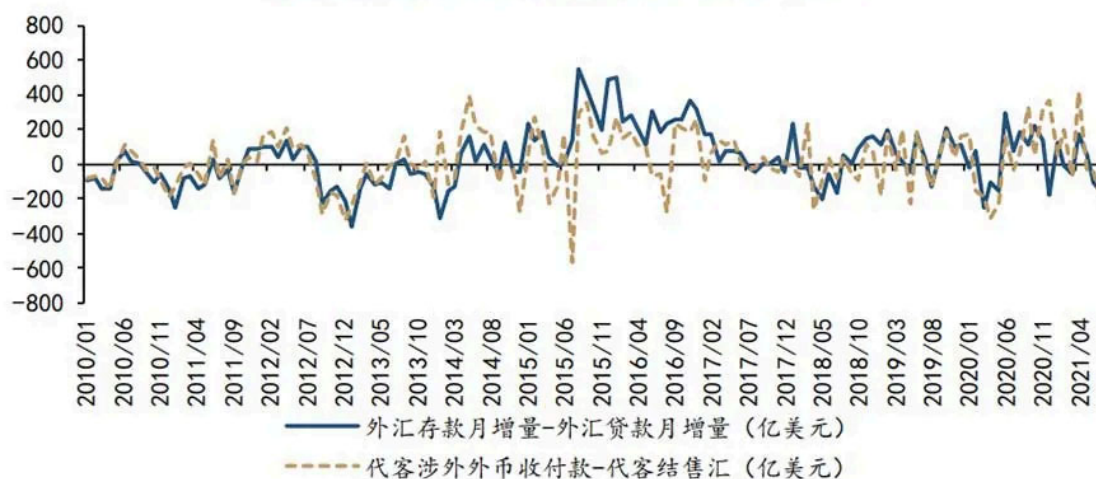
图表 2 境内美元流动性分析框架2



注：上图仅考虑企业和银行等机构行为，不考虑个人持有和外汇交易。

数据来源：兴业研究

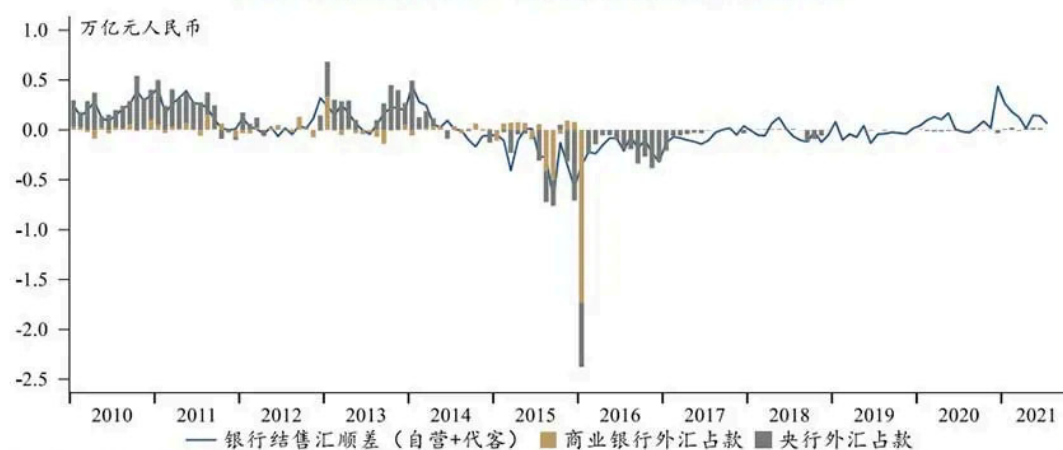
图表 3 涉外收付款与结售汇差、外汇存贷差



数据来源：Wind, 兴业研究



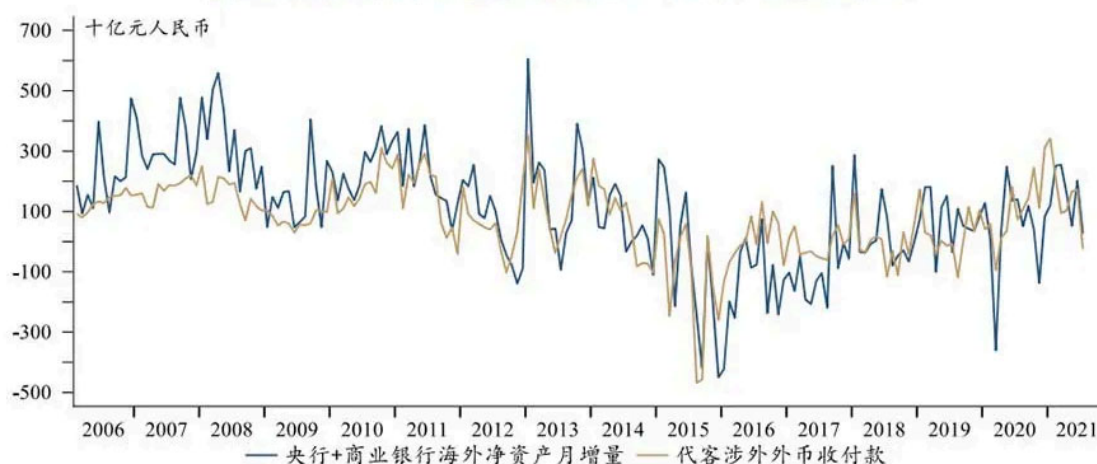
图表 4 银行结售汇、央行和商业银行外汇占款



注：2016年之后不再公布商业银行外汇占款数据。

数据来源：Macrobond, 兴业研究

图表 5 央行和商业银行海外净资产变动、涉外收付款



数据来源：Macrobond, 兴业研究

## 二、国际收支视角下跨境资金流动

**国际收支统计并不能完全囊括境内美元市场的收支信息。**其一，国际收支描画的跨境资金流动既包括本币也包括外币。根据外管局数据，跨境货物贸易和服务贸易中人民币结算比重大致为15%，直接投资中人民币结算比重大致为40%-50%。证券投资和其他投资账户下，跨境人民币收付款金额（包括代客人民币和银行自营人民币）大于代客本外币跨境收付款金额。一方面是因为银行自营跨境人民币投融资较为活跃，另一方面也反映出跨境投融资关联的外币资金实则有限——2020年证券投资和其他投资账户下代客结售汇规模仅占代客涉外收付款规模的约15%（见图表 6）。海外投资者（部分有中资背景）常常使用自有人民币进行投资，或是使用外币投资并在离岸市场进行汇兑，跨境融资则一部分用于借新还旧，这类跨境投融资行为均不涉及外汇资金跨境。

其二，国际收支强调的是居民与非居民之间的交易，境内外居民与居民之间、非居民与非居民之间发生的跨境美元交易并不被记录在国际收支中，但会引发境内美元资金池变化。

图表 6 跨境人民币收付比重



注：

1. 跨境人民币收付比重=人民币跨境收付金额/本外币银行代客涉外收付款金额，暂不考虑银行自营涉外收付款。
2. 非直接投资金融账户（包括证券投资和其他投资）跨境人民币收付比重大于1，主要原因可能是银行跨境人民币自营双向投资规模较大，而分母却仅包含了代客证券投资和其他投资。

数据来源：货币政策执行报告, Wind, 兴业研究

图表 7 2020年证券投资和其他投资账户跨境资金分解

| 2020 年证券投资和其他投资账户 | 跨境人民币收付       | 跨境外币收付        | 跨境本外币收付总额     |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 19.37 万亿元 (A) |               |               |
| 代客                | 12.96 万亿元 (D) | 2.26 万亿元* (C) | 15.22 万亿元 (B) |
| 银行自营** (估算)       | 6.41 万亿元 (E)  |               |               |

注：

- (1) A、B为人民银行和外管局数据，C为假设数据，E为估算数据。其关系是A=D+E，B=C+D。
- (2) \*假设证券投资和其他投资账户下银行代客结售汇规模为外币跨境收付的总金额，即企业不考虑使用自有美元进行投融资，则2020年代客外币跨境收付为2.26万亿元。
- (3) \*\*考虑到企业将使用外汇存贷款或是自持美元现钞进行投融资，因此C实际值较假设值更高，证券投资和其他投资账户下银行自营跨境人民币收付款（E）数值有所低估。

数据来源：兴业研究

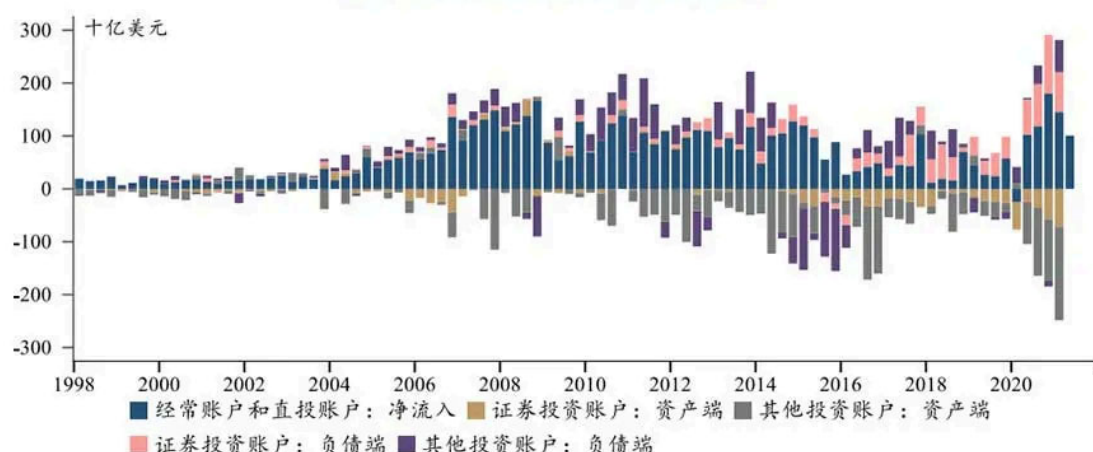
尽管如此，国际收支对于我们分析各渠道下美元收入和支出规模仍具有启发性（见图表 8）。

**我国经常账户、直接投资账户完全开放，资本账户有限开放的背景下，净出口和净外商投资外汇流入构成境内美元市场的主要资金来源。**货物贸易项下，2006年以来资金净流入规模在2000亿美元/年到6000亿美元/年之间。考虑到服务贸易和初次收入项下资金流入，以及直投账户项下资金流动，我国基础账户（经常账户+直接投资账户差额）净流入规模在500亿美元/年到2000亿美元/年之间。

随着金融市场对外开放程度提高，证券投资账户负债端资金流入规模从2016年的505亿美元逐年增长到2020年的2547亿美元，凸显了人民币资产对全球资金的吸引力。与此同时，境内居民出海规模也呈现明显的增长趋势，并随着国内A股表现和全球风险偏好而变化。证券投资账户资产端过去3年间平均流出规模从2016年的623亿美元增长到2020年的1034亿美元。综合来看，**通过证券投资账户流入境内的资金逐年增加。**2015年和2016年证券投资账户分别252亿美元、144亿美元资金净流出，2017年和2018年证券投资账户收支基本均平衡，2019年和2020年则分别录得149亿美元、542亿美元资金净流入。然而，正如前文所

述，其中很大部分是以跨境人民币的形式流入，对于境内美元资金池的影响不宜过度放大。

图表 8 国际收支各分项资金流动

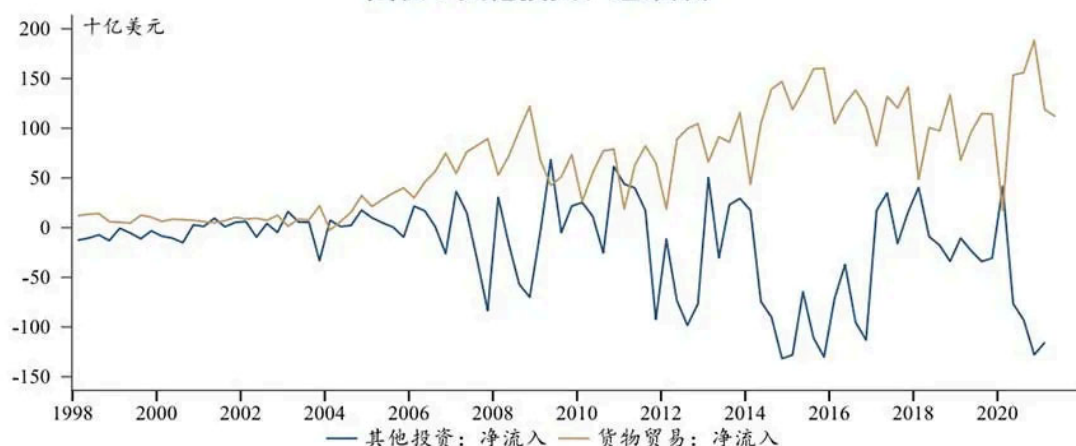


数据来源：Macrobond, 兴业研究

其他投资账户下跨境资金大多为外币流通形式，与经常账户起到“天然”对冲作用。

其他投资账户的三个主要分项分别是货币和存款、贷款以及贸易信贷。其中，**货币和存款项与“未结汇”的美元收入有关**。从会计记账的角度，以出口收汇为例，倘若跨境资金入境后经过结汇，则会在“经常账户：货物”负债端计入一笔收入，同时在“金融账户：储备资产”资产端计入一笔支出；倘若跨境资金入境后未经结汇，则会在“经常账户：货物”负债端计入一笔收入，同时在“金融账户：其他投资：货币和存款”资产端计入一笔支出，最终达成国际收支均衡，见图表 11。因此货币和存款账户资金净流入规模同代客结售汇与代客外币收付款之差呈现同比关系。二者之间的分化可能反映了银行同业拆借等行为，以2020年下半年的情形为例，《2020年中国国际收支报告》中指出“（境内美元）流动性宽松背景下，银行增加了对境外的拆借”，这使得货币和存款项下资金流出增加。

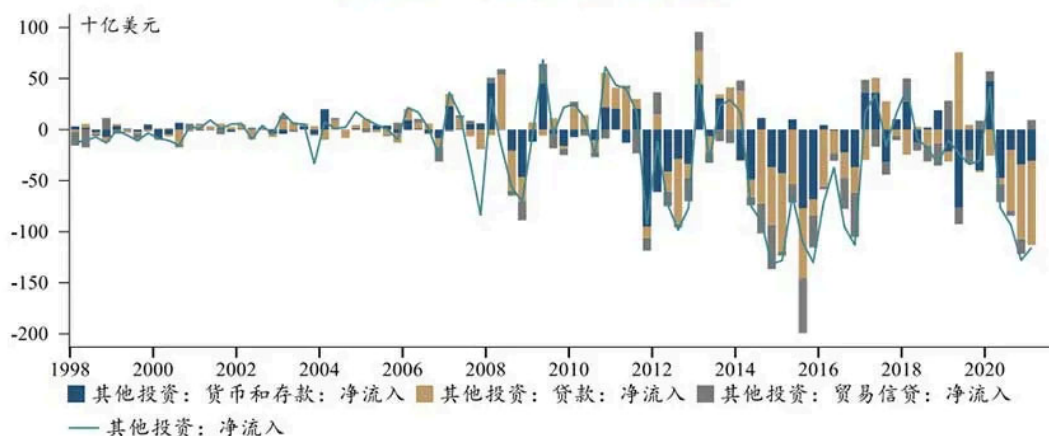
图表 9 其他投资、经常账户



数据来源：Macrobond, 兴业研究



图表 10 其他投资：三大分项



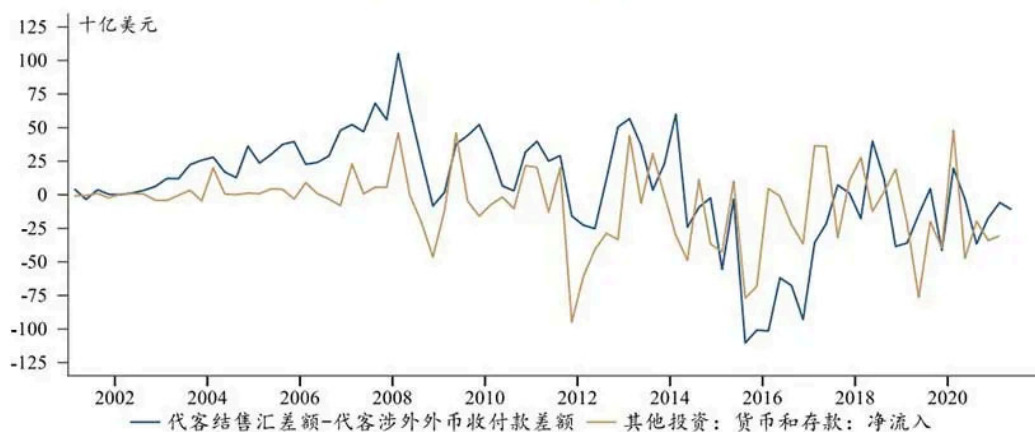
数据来源：Macrobond, 兴业研究

图表 11 出口收汇在国际收支中的会计记账方式

| 倘若出口收汇经过结汇      | 倘若出口收汇未经结汇            |
|-----------------|-----------------------|
| 借：金融账户：储备资产（资产） | 借：金融账户：其他投资：货币和存款（资产） |
| 贷：经常账户：货物（负债）   | 贷：经常账户：货物（负债）         |

数据来源：Wind, 兴业研究

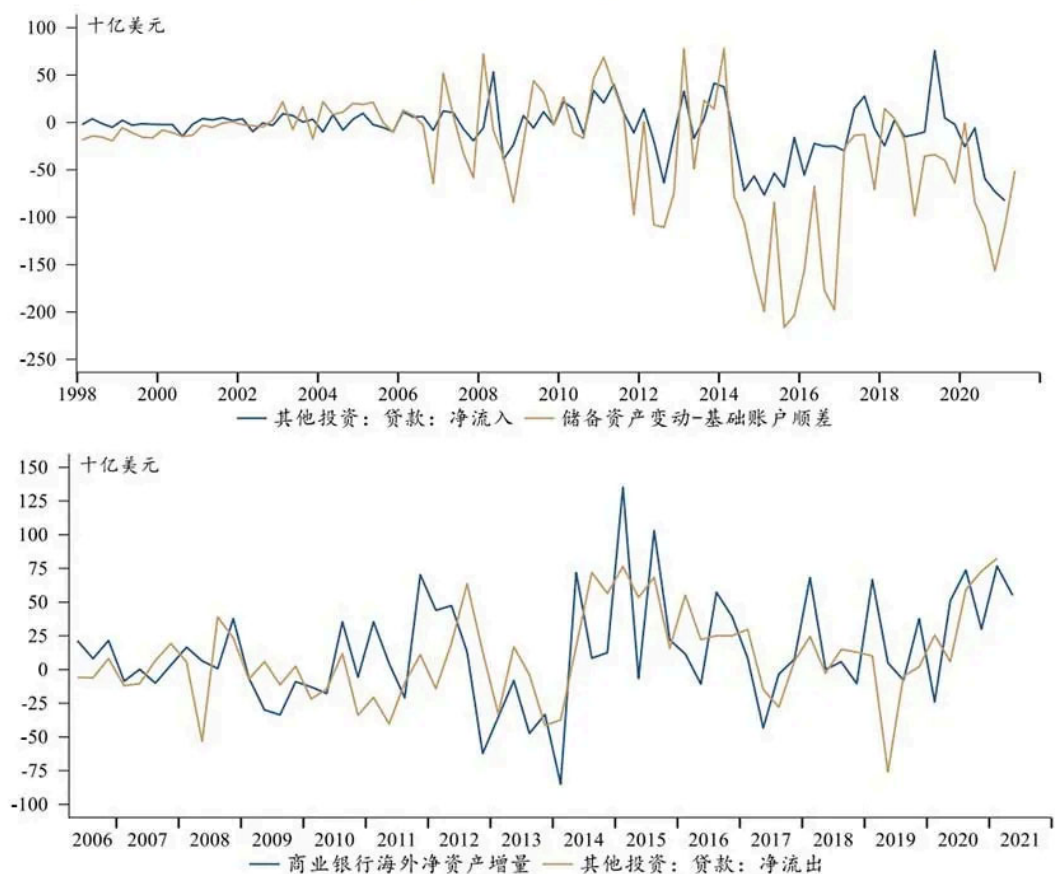
图表 12 其他投资：货币与存款



数据来源：Macrobond, 兴业研究

**贷款项受到银行间市场美元流动性的影响。**从企业的角度，当基础账户美元创收大于外储吸收的美元时，境内银行间市场美元充裕，非居民前往境内融资的动力更强；反之，当基础账户美元收入不足时，企业为维系正常生产和投资需要，前往境外进行外币融资的需求也就相应提高，资金回流境内将导致贷款项下资金净流入（见图表 13）。

图表 13 其他投资：贷款

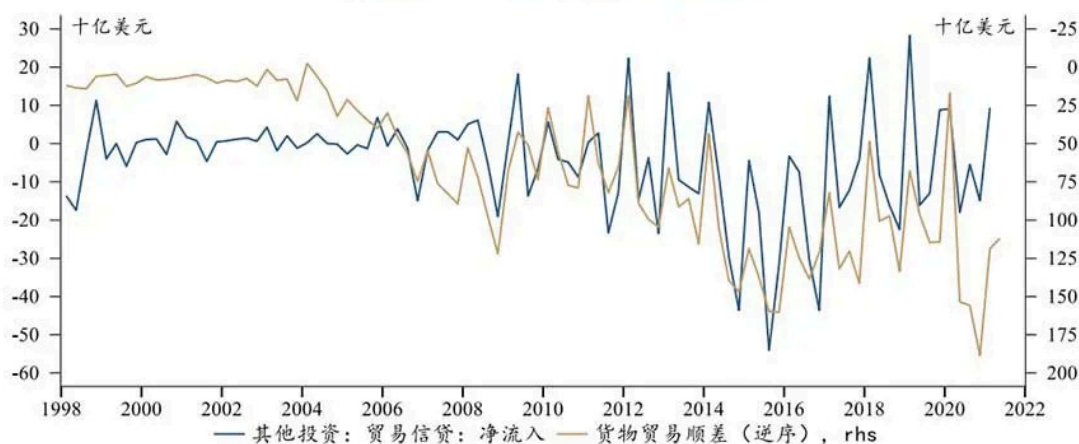


数据来源：Macrobond, 兴业研究

**贸易信贷项下资金主要受到货物贸易差额的影响。**出口增长时出口应收款等贸易信贷资产增加，进口增长时进口应付款等贸易信贷负债增加，最终导致贸易信贷净流入与净出口负相关。

值得注意的是，由于外管局涉外收付款数据是基于收付实现制进行数据统计的，而海关进出口数据则是以权责发生制为基础，二者的数据缺口反映了贸易应收/应付款的变化。然而实际上，仅有部分贸易应收/应付款被记录在贸易信贷账户下，更多则是“掩藏”在“净误差遗漏”账户下（见图表 15）。

图表 14 其他投资：贸易信贷



数据来源：Macrobond, 兴业研究

图表 15 出口口径差异、贸易信贷和误差遗漏



数据来源: Wind, 兴业研究

总而言之，贸易和直投项下美元收入构成了境内美元的主要资金来源。证券投资账户下外资净流入的趋势显著，但多以跨境人民币的形式流动。其他投资账户与经常账户形成“天然”对冲。其他投资项下无论是存款类资金转移境外、对外放款还是贸易信贷增长均属境内美元的支出用途。

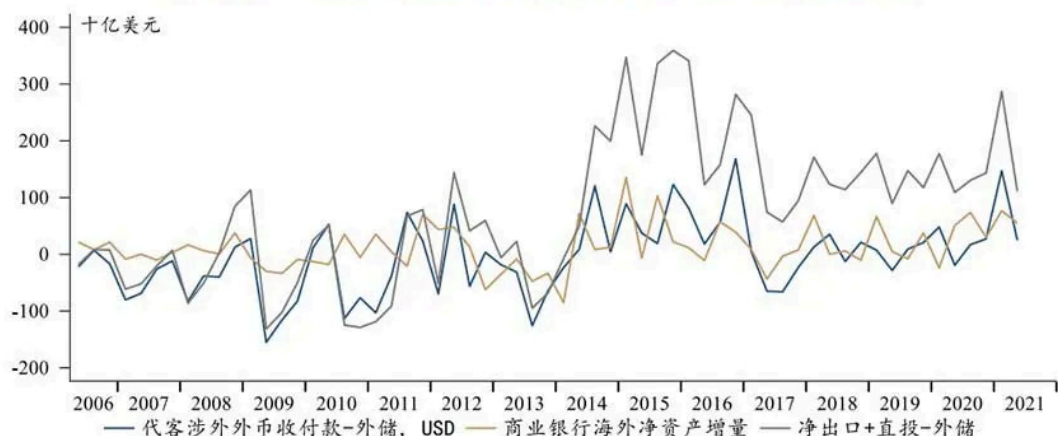
### 三、境内银行间美元资金池规模测算

在前文中我们论述了境内银行间美元资金池分为央行外储、银行间美元市场和企业自持现金三类。其中央行外储数据直观可得，企业自持现金规模较小可做忽略。

至于银行间市场，由于银行自营涉外收付款数据缺失，境内银行间美元资金池规模无法准确地测算。考虑到银行自营交易大多属证券投资亦或其他投资，而这两项中外币资金的占比较低（见图表 7），兼之我国资本项目尚未完全开放，因此可以使用“代客涉外外币净收款-外储”以及“经常账户+直投账户-外储”两个指标来简单估量境内银行间美元资金池的规模。

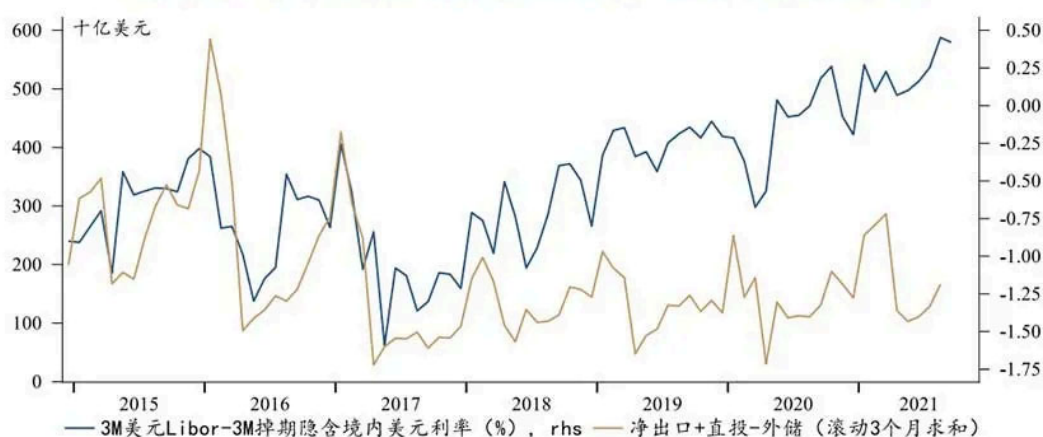
境内美元资金池的边际变化决定了境内外美元利差（即“基差”）的涨跌，如图表 16到图表 18所示。自2021年第二季度以来，境内银行间市场美元规模下降与境内美元利率持续走低相背离，显示境内美元流动性已经“过度”宽松，未来境内美元利率存在修复低估的风险。关于境内美元利率的详细分析，我们将在本系列第二篇专题中展开。

图表 16 境内银行间美元资金池估算：资产端与负债端



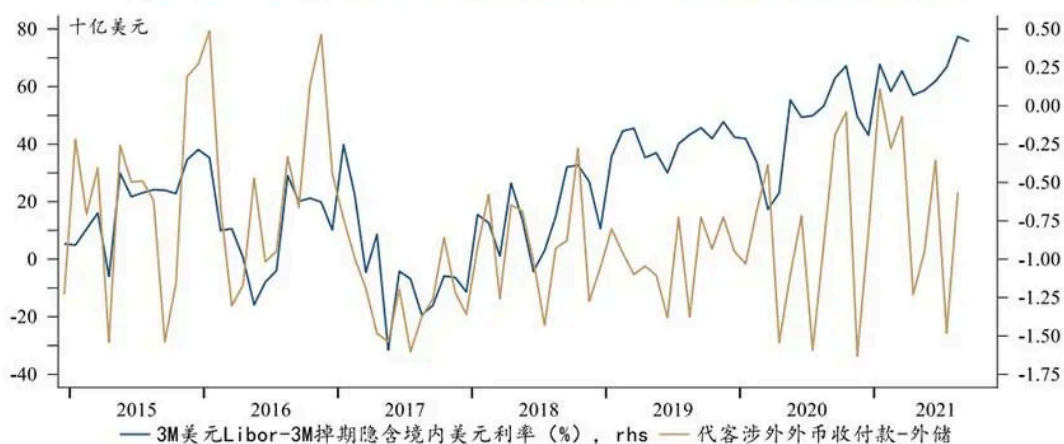
数据来源：Macrobond, 兴业研究

图表 17 境内银行间美元资金池估算：经常帐和直投-外储



数据来源：Macrobond, 兴业研究

图表 18 境内银行间美元资金池估算：代客外币收付款-外储



数据来源：Macrobond, 兴业研究

注：

[1]央行口径外汇占款，采用历史成本法并以人民币计价。黄金是指人民银行从国内（人民币）或国外（外汇储备）黄金市场购入黄金，以历史成本计价。其他国外资产是指人民银行持有的IMF头寸、SDRs、其他多边合作银行的股权，以及其他存款性公司以外汇缴存的准备金。

[2]包括商业银行、政策性银行、信用社及财务公司等存款类金融机构。





## 兴业研究销售人员

### 研究销售

宏观经济、利率研究、票据研究、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品等

储晨笛 021-22852753 13506110110 chuchendi@cib.com.cn

### 产品销售

信用排查、新债研究、债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究

盛奕杰 021-22852757 15021275158 shengyijie@cib.com.cn

## 兴业研究集团内服务人员

汤 灏 021-22852630 13501713255 tanghao@cib.com.cn

## 转载声明

转载申请请联系 zhangyu1212@cib.com.cn 邮箱，我们尽快给予回复。  
本报告相关内容未经我司书面许可，不得进行引用或转载，否则  
我司保留追诉权利。

## 兴业研究简介

兴业经济研究咨询股份有限公司（简称“兴业研究公司”）于2015年6月成立于上海，为兴业银行成员机构，是国内首家独立的银行系研究公司，按照市场化机制独立运作。

公司秉承“研究创造价值”的理念，积极为机构客户量身定制个性化投资解决方案，在宏观利率、大类资产策略、绿色金融、汇率商品、权益研究、行业研究、金融同业研究、信用研究等方面提供高水平、专业化的研究服务支持。

目前，公司已建立信用研究体系，确立了以现金流分析为基础的方法论，用统一方法论重建信用研究框架，并对主体信用资质进行跟踪调整。该体系覆盖发债主体近五千家，高区分度的风险层级划分便于投资者决策。

依托自身的研究实力，公司现已推出包括信用排查、新债研究、债券池、信用债指数、发债企业信用调研等产品。

未来，兴业研究将继续立足于中国金融改革发展的实践，深耕专业研究领域，为市场提供专业优质的商业研究服务，努力成为国内优秀的金融资产专业定价机构。

## 免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司（简称“兴业研究公司”，CIB Research）提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为“兴业经济研究咨询股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。



**点击“阅读原文”下载注册兴业研究APP，获取更高研报阅读权限**

[阅读原文](#)