

国际资本流入会影响货币市场利率吗

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 10 期

摘要

近年来，随着 A 股纳入 MSCI、以人民币计价债券纳入彭博巴克莱指数，我国金融市场对外开放不断深入，国际资本流入也呈现加速态势。

国际资本大量流入将推动央行被动释放流动性，进而对国内货币市场利率产生影响，但是由于央行可以通过多种货币政策工具主动调节银行间流动性，对国际资本流动所造成的流动性影响进行“对冲”，货币市场利率的走势更多地体现出央行货币政策“对冲”后的影响。未来随着金融市场对外开放的不断推进、外资加速流动，国际资本流动对货币市场利率的影响将加大，需要央行进行更为灵活、精细的“对冲”调节，以保持货币市场利率的平稳。

上周银行间流动性总体处于较高水平，随着跨季后资金需求回落，DR001、DR007 利率双双下跌。

本周银行间流动性有望保持合理充裕。上周跨季后随着资金需求回落，短端利率如期显著下行，DR007 再次回落至政策利率下方，表明目前流动性水位较高。本周公开市场无逆回购到期，对流动性扰动的因素较少，资金面有望整体保持平稳。

关键词：货币市场利率 国际资本流入 外汇占款

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

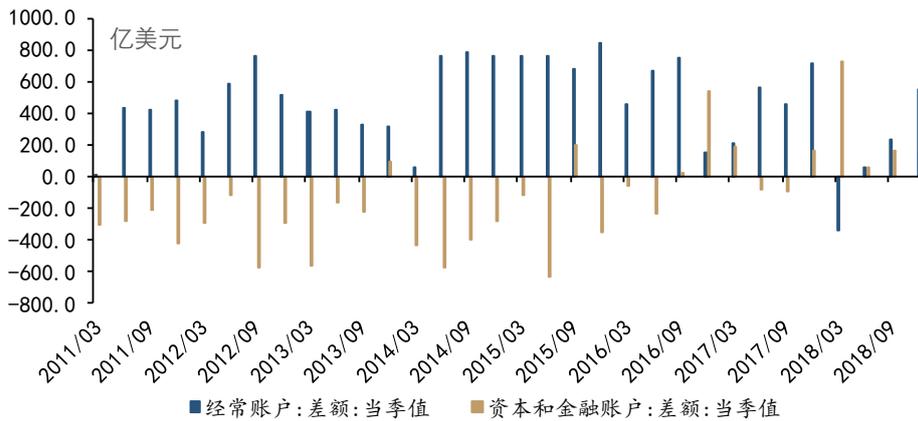
图表目录

图表 1	我国国际收支资本和金融账户转为顺差	3
图表 2	QFII、RQFII 投资额度持续扩大	4
图表 3	沪股通、深股通月度资金净流入	4
图表 4	沪股通、深股通累计资金净流入	5
图表 5	近年来国际资本进入境内金融市场的主要途径	6
图表 6	我国国际收支证券投资账户资产、负债变化	6
图表 7	境外机构和个人持有人民币股票和债券资产变化	7
图表 8	境外机构和个人持有人民币股票和债券资产规模及占比情况	7
图表 9	金融市场各类开放措施执行时间与货币市场利率走势	8
图表 10	外汇占款与存款准备金率变动	8
图表 11	外汇占款与 MLF 余额变动	9
图表 12	央行货币政策“对冲”存在时滞	9
图表 13	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	11
图表 14	央行逆回购投放与回笼	11
图表 15	央行逆回购余额走势图	12
图表 16	央行逆回购加权平均操作期限与利率	12
图表 17	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	13
图表 18	主要货币市场基准利率走势	14
图表 19	资金利率曲线形态变化图	14
图表 20	流动性分层	14
图表 21	各类投资工具收益率比较	15
图表 22	同业存单净融资额与发行利率走势图	15
图表 23	主要票据利率走势图	15
图表 24	3 个月理财收益率（分机构）	16
图表 25	主要利率互换品种收益率走势图	16
图表 26	本周各类工具到期一览（亿元）	17
图表 27	本周主要流动性影响因素前瞻	17

一、核心观点综述

从4月1日起，人民币计价的中国国债和政策性银行债券被正式纳入“彭博巴克莱全球综合指数”，中国债券市场国际化进程迈出了重要一步。近年来，随着我国金融市场对外开放步伐不断迈进，国际资本进入境内金融市场的途径不断丰富，外资呈现加速流入的态势。数据显示，2017年第三季度以来，我国国际收支资本和金融账户持续保持顺差。外资流入对我国金融市场的影响不容忽视。

图表1 我国国际收支资本和金融账户转为顺差



资料来源：WIND，兴业研究

那么，当前国际资本进入境内金融市场的途径主要有哪些？国际资本流入对货币市场利率是否产生影响？本文将对此进行分析。

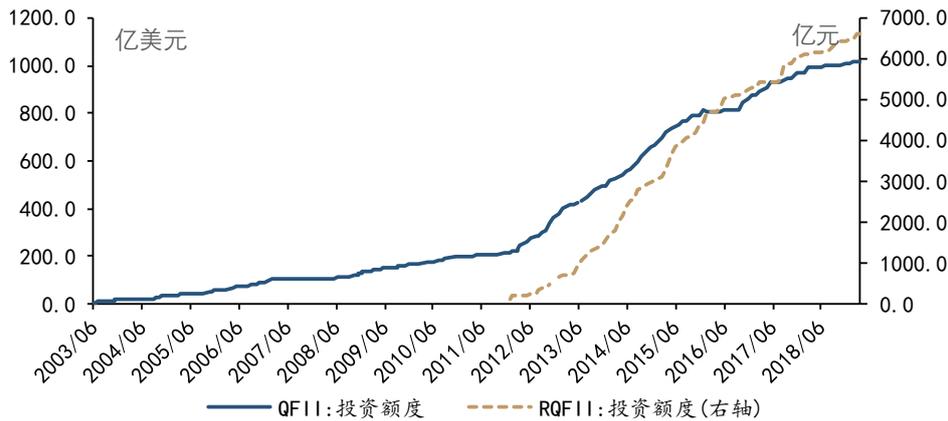
1、国际资本进入境内金融市场的主要途径

近年来，国际资本主要可以通过以下几个主要途径投资境内金融市场：

(1) QFII/RQFII

合格境外投资者（QFII）是指合格境外机构投资者经证监会批准、以及外管局审批额度后，投资境内股票和债券，我国QFII制度于2003年6月正式实施。人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度于2011年12月实施。QFII、RQFII实施后，其投资额度持续扩大，截止2019年3月末，QFII投资额度为1016亿美元，RQFII投资额度为6610亿元。

图表2 QFII、RQFII 投资额度持续扩大

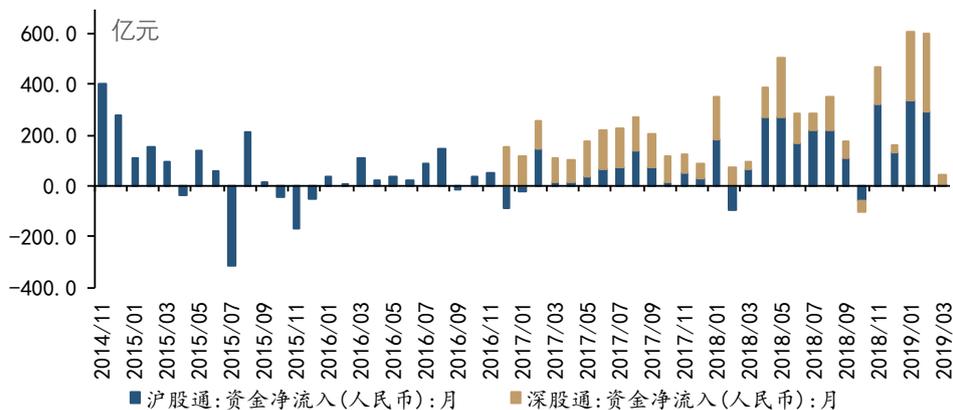


资料来源：WIND, 兴业研究

(2) 沪港通、深港通

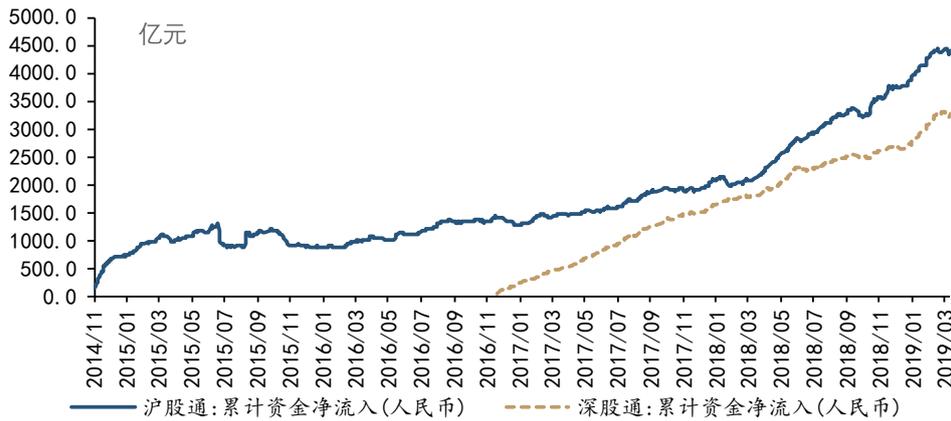
沪港通和深港通是境内和香港地区证券市场互联互通机制的重要组成部分。沪港通于2014年11月17日正式启动，深港通于2016年12月5日正式启动。数据显示，2017年以来，沪港通、深港通“北向”资金净流入出现明显的增长，2019年1月资金净流入达到607亿元，创历史新高。截至2019年3月末，沪股通累计资金净流入为4411亿元，深股通累计资金净流入为3261亿元。

图表3 沪股通、深股通月度资金净流入



资料来源：WIND, 兴业研究

图表 4 沪股通、深股通累计资金净流入



资料来源: WIND, 兴业研究

(3) 债券通“北向通”

2017年7月3日香港与内地债券通的“北向通”上线试运行。“北向通”是指境外投资者通过内地与香港债券市场基础设施的互联互通,投资于内地银行间债券市场的机制安排。“北向通”境外投资者的投资标的债券为可在银行间债券市场交易流通的所有券种,投资方式既可以通过参与银行间债券市场发行认购方式,也可以通过二级市场买卖方式。债券通无投资额度要求。

(4) A股纳入MSCI

2017年6月,MSCI宣布于2018年6月1日将A股正式纳入MSCI新兴市场指数,纳入因子为2.5%,2018年9月1日纳入因子由2.5%扩大到5%。2019年3月1日,MSCI宣布分步将现有A股的纳入因子由5%提高至20%,其中,2019年5月半年度指数审议时将纳入因子从5%提高至10%,2019年8月季度指数审议时将纳入因子提高至15%,2019年11月半年度指数审议时将A股纳入因子提高至20%。调整完成后,预计最高将有超过600亿美元的资金流入。

富时罗素2018年9月宣布,将A股纳入其全球股票指数体系,分类为次级新兴市场,将于2019年6月份开始生效。

(5) 债券纳入彭博巴克莱全球综合指数

2019年1月31日,彭博正式确认将中国国债和政策性银行债纳入“彭博巴克莱全球综合指数”,于2019年4月1日正式生效。中国债券的具体纳入工作将在20个月内分步完成,第一个月将纳入中国债券在指数中应占比重的5%,之后每个月会再增加5%。被完全纳入“彭博巴克莱全球综合指数”后,人民币债券资产将在该指数总市值中占比6.03%,成为这一指数内继美元、欧元、日元之后的第四大货币债券。目前,世界范围内跟踪该指数的资产约为3万亿美元,完全纳入后中国债市最高将迎来1800亿美元的资金流入。

图表5 近年来国际资本进入境内金融市场的主要途径

国际资本流入主要途径	实施时间	资金流入额度
QFII/RQFII	2003年6月/2011年12月	截止2019年3月末，QFII投资额度为1015.96亿美元，RQFII投资额度为6609.72亿元。
沪港通/深港通	2014年11月/2016年12月	无总额度限制，单日净轧差额度为沪港通130亿元、深港通105亿元。
债券通	2017年7月	无投资额度要求。
A股纳入MSCI	2018年6月	纳入因子调整至20%后，预计最高超过600亿美元。
债券纳入彭博指数	2019年4月起分20个月落地	完全纳入后，预计达到1800亿美元。

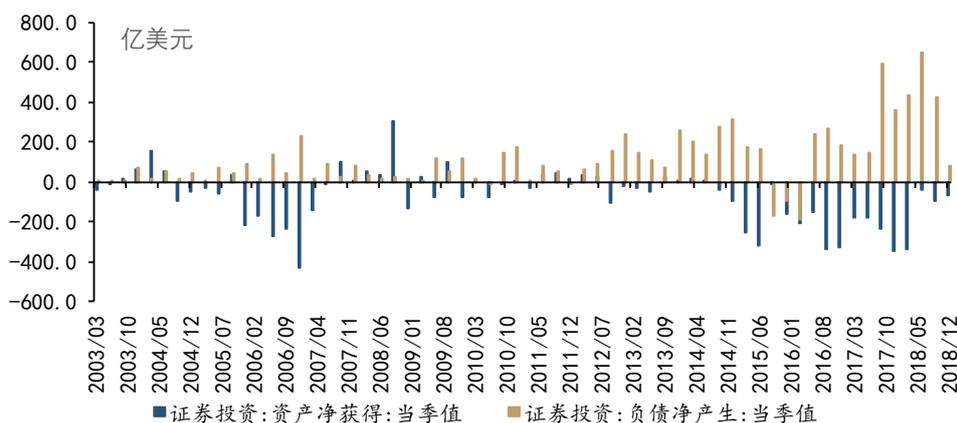
资料来源：公开资料整理，兴业研究

2、金融市场开放对货币市场利率的影响

通过前文的梳理我们可以看到，在一系列政策红利持续释放下，近年来，我国境内金融市场对外开放程度不断提高，吸引的外资流入也在稳步提高。数据显示，2017年随着“债券通”开通，以及MSCI宣布将A股纳入指数，我国国际收支证券投资账户下资金流入规模有所扩大，境外机构和个人持有境内债券和股票资产整体也在增加。

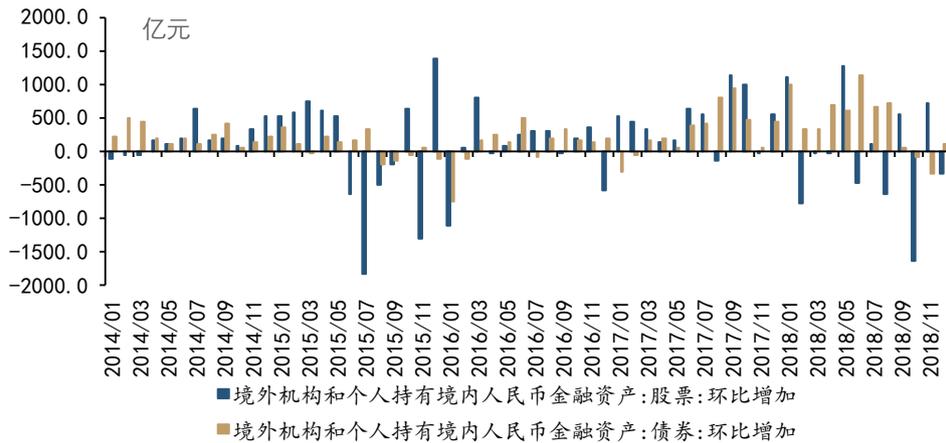
那么，金融市场对外开放、国际资本流入是否会对国内货币市场利率产生影响呢？

图表6 我国国际收支证券投资账户资产、负债变化



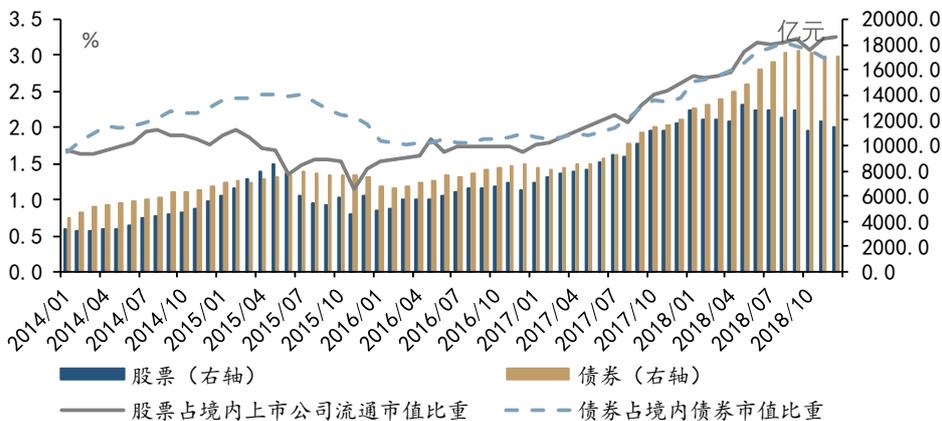
资料来源：WIND，兴业研究

图表 7 境外机构和個人持有人民币股票和债券资产变化



资料来源: WIND, 兴业研究

图表 8 境外机构和個人持有人民币股票和债券资产规模及占比情况

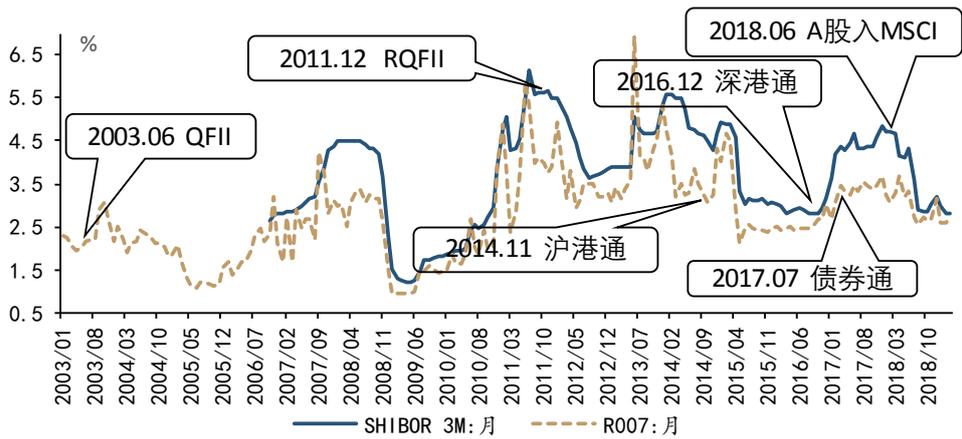


资料来源: WIND, 兴业研究

一般而言, 外资流入将直接为债券市场和股票市场带来增量资金, 有利于提高相关金融市场的流动性供给, 理论上或可提升货币市场流动性水平, 货币市场利率将保持平稳或趋于下行。但是, 我们通过数据对比发现, 随着外资流入, 国内货币市场利率的走势并未显著呈现下行走势。那么, 产生这种现象背后的原因是什么呢?

国际资本流入将带动外汇占款的增加, 因此我们可以从外汇占款与货币市场利率变动关系的角度来对此问题进行分析。

图表9 金融市场各类开放措施执行时间与货币市场利率走势



资料来源：WIND，兴业研究

外资的流入将会导致外汇占款的增加，而外汇占款的增加是一个推动央行被动投放银行间流动性的过程。因此，从理论上讲可以形成“外资流入——外汇占款增加——央行被动投放流动性——货币市场利率下行”的传导路径。

但是我们注意到，对于国际资本流入增加、外汇占款增加所产生的被动的流动性投放，央行可以通过主动调节工具进行有效的对冲。比如，在外汇占款大幅增长的时候，央行可以通过提高存款准备金率收紧流动性。历史数据表明，存款准备金率上调往往发生在外汇占款大幅增长期间，而准备金率下调主要发生在外汇占款增速放缓或负增长期间。

近年来随着央行货币政策工具箱的不断丰富，央行可以通过公开市场逆回购、MLF 操作等方式调节银行间流动性、影响货币市场利率走势(开展逆回购、MLF 操作投放流动性，逆回购、MLF 到期收回流动性)因此，外汇占款对货币市场流动性的影响在央行公开市场操作的对冲下而减弱。

图表10 外汇占款与存款准备金率变动



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_13298



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn