

重回焦点的外汇占款

——宏观经济周度观察

投资周报

2015 年 811 汇改之后，到 2017 年 6 月之前，外汇占款大幅减少，对流动性产生了重要影响。2017 年 6 月之后，人民币汇率趋于稳定，外汇占款对流动性的影响减弱，人们也逐渐不再关注外汇占款。2020 年中国贸易顺差扩大，人民币汇率升值，银行代客结售汇顺差较大，特别是 2020 年 12 月银行代客结售汇顺差达到 652.19 亿美元，创 2015 年 811 汇改以来新高，但是外汇占款不增反减，这反映出央行并无意通过外汇占款来投放基础货币。不过，这也增加了银行的汇率风险敞口，银行结售汇和外汇占款的背离不可持续，后续外汇占款如何变化，以及如何影响流动性、货币供应量是市场关注的焦点。

央行（金融机构）外汇占款是指央行（金融机构）收购外汇资产而相应投放的货币。虽然金融机构口径外汇占款从 2016 年起不再公布，但是区分两个口径外汇占款对于我们理解外汇占款如何影响流动性十分重要。外汇占款对流动性的影响并不仅仅指外汇占款如何影响基础货币，它是涉及居民、企业、商业银行、央行的一系列过程。如果商业银行把从企业购买的外汇全部卖给央行，两个口径外汇占款一致，如果只卖给央行一部分，则金融机构外汇占款大于央行外汇占款。强制结售汇已取消，当人民币存在贬值预期时，企业倾向于保留外汇，商业银行也倾向于不向央行结汇，此时金融口径外汇占款会大于央行口径；当人民币存在升值预期时，企业和商业银行都倾向于结汇，此时两个口径外汇占款接近。

人民币贬值期间，央行可以指使商业银行利用自己的外汇资产应对资本外流，此时金融机构外汇占款大幅减少，央行外汇占款、外汇储备可以小幅下降、不变甚至上升。人民币升值期间，央行可以通过投放外汇占款缓解人民币升值，但是如果央行有意收紧流动性，央行可以放缓和金融机构结汇，减缓基础货币投放。当然，央行也可以正常投放外汇占款，然后通过发行央行票据等方式予以对冲，回收基础货币。

2015 年之前，外汇占款是中国补充流动性的重要手段之一。2015 年 811 汇改之后，中国资本外流压力加大，外汇占款减少是 2015 年、2016 年货币供应量、基础货币减少的重要原因。2017 年之后，中国经济形势相对稳定，跨境资本流动加强，外汇占款保持稳定，已不是影响货币供应量、基础货币的主要因素。2020 年中国贸易顺差扩大、资本流入增加，银行结售汇、外汇占款重回焦点，2021 年如何发展，还受到贸易差额、人民币汇率等因素的影响，值得时刻持续关注。

● 风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

张美慧（分析师）

zhangmeihui@xsdzq.cn

证书编号：S0280520100001

相关报告

投资周报：流动性的逻辑

2021-1-31

投资周报：“就地过年”加速生产同比扩张

2021-1-24

投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

2021-1-17

投资周报：零利率约束下的美国财政刺激

2021-1-10

投资周报：美国股债关系的演化

2021-1-3

目 录

1、 重回焦点的外汇占款.....	3
2、 国内高频数据观察.....	5
2.1、 生产指标分化.....	5
2.2、 商品房销量回升.....	6
2.3、 猪肉价格略降.....	7
2.4、 货币市场利率下行.....	8
2.5、 人民币贬值.....	8

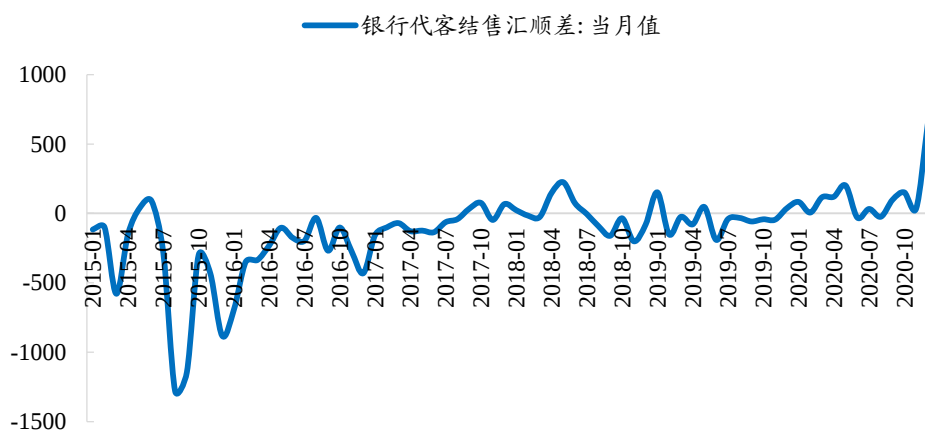
图表目录

图 1: 2020 年 12 月银行代客结售汇顺差创 811 汇改以来新高.....	3
图 2: 高炉开工率小幅上升.....	5
图 3: 全国焦化企业开工率小幅下降.....	6
图 4: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....	6
图 5: 商品房周销量回升.....	7
图 6: 猪肉价格略降.....	7
图 7: 原油价格上升.....	8
图 8: 货币市场利率下行.....	8
图 9: 美元指数小幅上升.....	9

1、重回焦点的外汇占款

2015 年 811 汇改之后，到 2017 年 6 月之前，外汇占款大幅减少，对流动性产生了重要影响。2017 年 6 月之后，人民币汇率趋于稳定，外汇占款对流动性的影响减弱，人们也逐渐不再关注外汇占款。2020 年中国贸易顺差扩大，人民币汇率升值，银行代客结售汇顺差较大，特别是 2020 年 12 月银行代客结售汇顺差达到 652.19 亿美元，创 2015 年 811 汇改以来新高，但是外汇占款不增反减，这反映出央行并无意通过外汇占款来投放基础货币。不过，这也增加了银行的汇率风险敞口，银行结售汇和外汇占款的背离不可持续，后续外汇占款如何变化，以及如何影响流动性、货币供应量是市场关注的焦点。

图1： 2020 年 12 月银行代客结售汇顺差创 811 汇改以来新高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

央行（金融机构）外汇占款是指央行（金融机构）收购外汇资产而相应投放的货币。虽然金融机构口径外汇占款从 2016 年起不再公布，但是区分两个口径外汇占款对于我们理解外汇占款如何影响流动性十分重要。外汇占款对流动性的影响并不仅仅指外汇占款如何影响基础货币，它是涉及居民、企业、商业银行、央行的一系列过程。我们一步步来分析。

假设企业出口赚了 1 亿美元，存在商业银行，此时商业银行的资产负债表为：

资产：外汇资产 1 亿 USD

负债：企业存款 1 亿 USD

由于外币存款不算在 M2，M2 没有增加。如果企业以 7 亿元人民币的价格把 1 亿美元卖给商业银行，此时商业银行的资产负债表为：

资产：外汇资产 1 亿 USD

负债：企业存款 7 亿 CNY

企业和商业银行结汇时，企业存款会相应增加，此时金融机构外汇占款为 7 亿元人民币，M2 相应增加 7 亿元。同时，这个过程占用人民币准备金。由于央行没有参与这个交易，央行外汇占款为 0 元，也没有投放基础货币。很多人忽视了企业

结汇时货币供应量的变化，只关注外汇占款通过基础货币对货币供应量产生影响。

假设商业银行把 1 亿美元存在央行，此时商业银行的资产负债表仍为：

资产：外汇资产 1 亿 USD

负债：企业存款 7 亿 CNY

央行的资产负债表变为：

资产：外汇资产 0 USD，其他国外资产 1 亿 USD

负债：银行存款 7 亿 CNY

此时，央行外汇占款还没有产生，官方外汇储备也没有增加。如果商业银行以 7 亿元人民币的价格把 1 亿美元卖给央行，此时商业银行的资产负债表为：

资产：准备金 7 亿 CNY

负债：企业存款 7 亿 CNY

央行的资产负债表为：

资产：外汇资产 1 亿 USD，其他国外资产 0 USD

负债：银行存款 7 亿 CNY

此时，央行外汇占款增加 7 亿元人民币，和金融机构外汇占款一致，基础货币也增加 7 亿元人民币，外汇储备增加 1 亿美元。此后商业银行利用增加的基础货币再创造存款是新的信用创造过程，这和银行信贷、债券、同业投资相关。

为了帮助读者更好地理解外汇占款，本文再举几个特殊的例子。小光把在中国银行的 7 亿人民币存款换成 1 亿美元，1 亿美元仍存在中国银行。此时，中国银行资产端没有任何变化，负债端由 7 亿元人民币存款变为 1 亿美元存款，金融机构外汇占款减少 7 亿元人民币，央行外汇占款、外汇储备、基础货币、银行准备金均不变，货币供应量减少 7 亿元人民币。若小光在中国银行用 7 亿人民币换了 1 亿美元，并把这 1 亿美元取现或者汇入国外银行账户，如果这 1 亿美元是由中国银行自己保留的外汇资产支付的，此时仍然是金融机构外汇占款减少 7 亿元人民币，央行外汇占款、外汇储备、基础货币、银行准备金不变，货币供应量减少 7 亿元人民币；如果这 1 亿美元是由中国银行向央行购汇支付的，此时金融机构外汇占款、央行外汇占款、基础货币、银行准备金、货币供应量均减少 7 亿元人民币，外汇储备减少 1 亿美元。

如果商业银行把从企业购买的外汇全部卖给央行，两个口径外汇占款一致，如果只卖给央行一部分，则金融机构外汇占款大于央行外汇占款。强制结售汇已取消，当人民币存在贬值预期时，企业倾向于保留外汇，商业银行也倾向于不向央行结汇，此时金融口径外汇占款会大于央行口径；当人民币存在升值预期时，企业和商业银行都倾向于结汇，此时两个口径外汇占款接近。

人民币贬值期间，央行可以指使商业银行利用自己的外汇资产应对资本外流，此时金融机构外汇占款大幅减少，央行外汇占款、外汇储备可以小幅下降、不变甚至上升。人民币升值期间，央行可以通过投放外汇占款缓解人民币升值，但是如果央行有意收紧流动性，央行可以放缓和金融机构结汇，减缓基础货币投放。当然，央行也可以正常投放外汇占款，然后通过发行央行票据等方式予以对冲，回收基础货币。

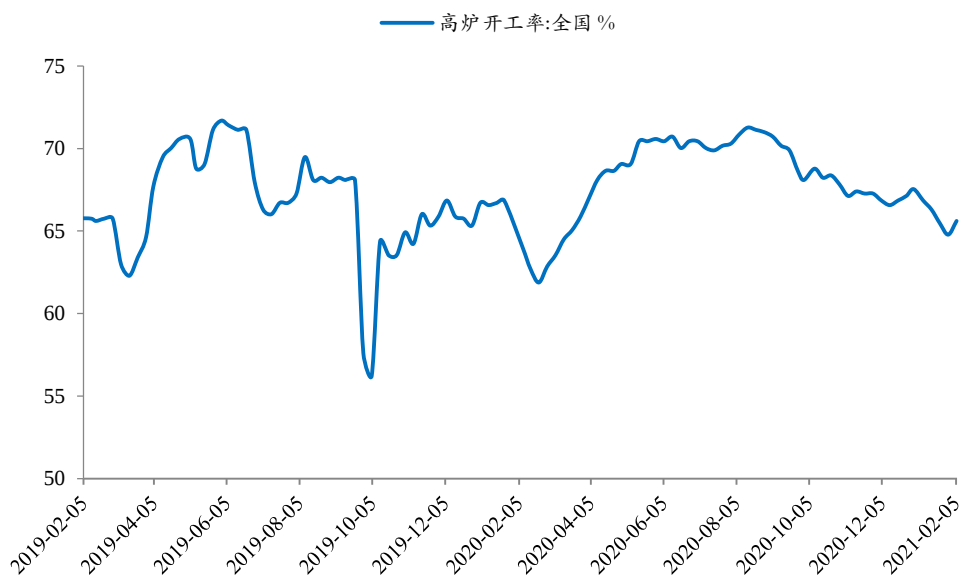
2015 年之前，外汇占款是中国补充流动性的重要手段之一。2015 年 811 汇改之后，中国资本外流压力加大，外汇占款减少是 2015 年、2016 年货币供应量、基础货币减少的重要原因。2017 年之后，中国经济形势相对稳定，跨境资本流动加强，外汇占款保持稳定，已不是影响货币供应量、基础货币的主要因素。2020 年中国贸易顺差扩大、资本流入增加，银行结售汇、外汇占款重回焦点，2021 年如何发展，还受到贸易差额、人民币汇率等因素的影响，值得时刻持续关注。

2、国内高频数据观察

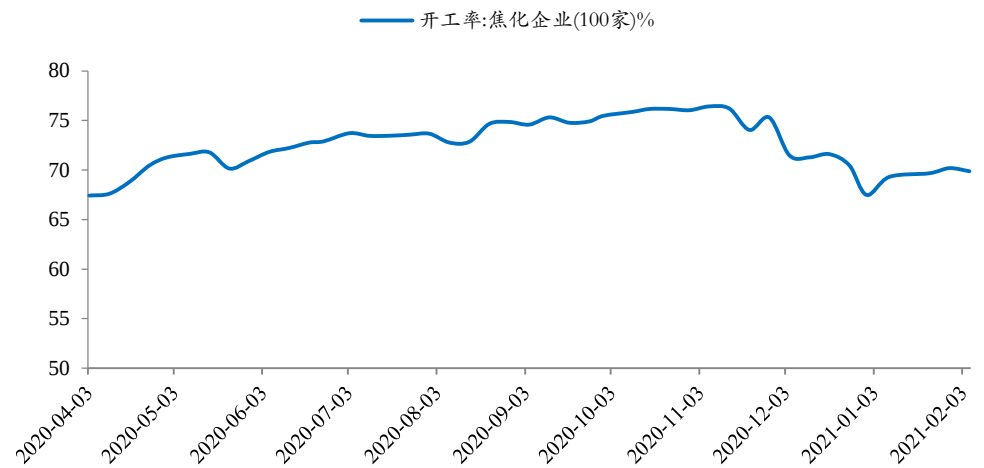
2.1、生产指标分化

上周，生产指标分化。高炉开工率上升 0.83 个百分点至 65.61%，但是全国 100 家焦化企业开工率小幅下降 0.31 个百分点至 69.88%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 15.14、8.2 个百分点至 51.67%和 56.01%。

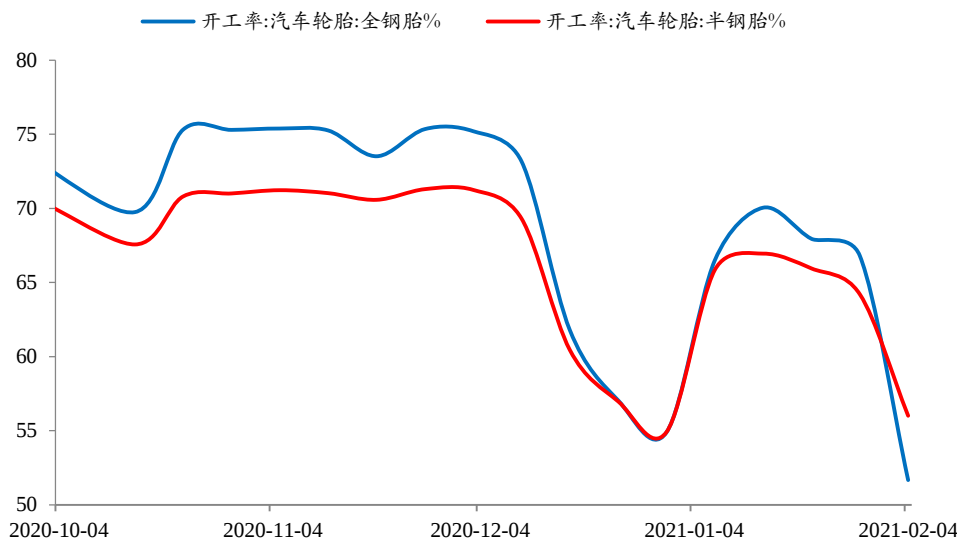
图2： 高炉开工率小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 全国焦化企业开工率小幅下降

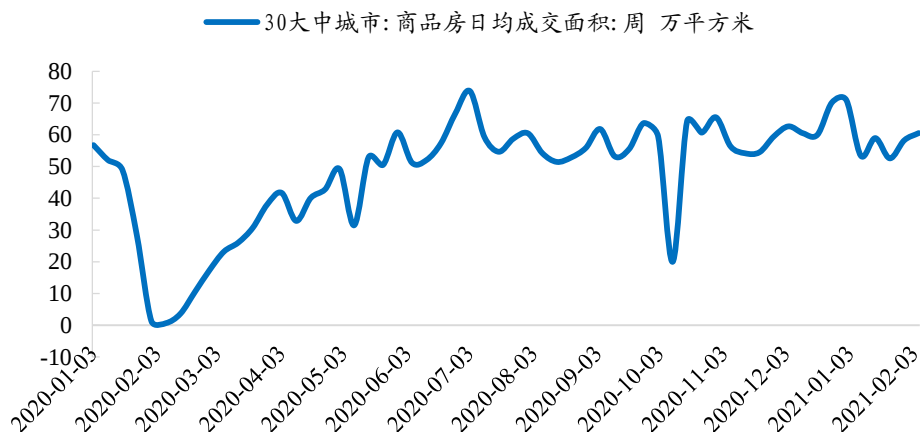
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量回升

上周，30大中城市商品房周成交面积为60.55万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周58.27万平方米继续小幅攀升。受疫情影响，上年同期基数极低，商品房销量同比增速继续上升。

图5： 商品房周销量回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、猪肉价格略降

上周，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 1.90%，7 种重点监测水果价格环比上升 1.19%，猪肉批发价环比下降 2.57%。原油价格上升，WTI 原油价格环比上涨 8.91%，布油价格环比上涨 6.19%。

图6： 猪肉价格略降

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_18181

