

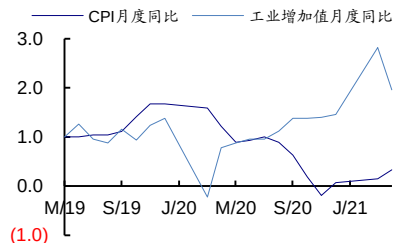
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2021 年 05 月 19 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告：

《大类资产配置月报：通胀交易提速，短期波动加大》——2021-03-02
 《宏观经济月报：1-2 月出口与补库存需求支撑生产高热度》——2021-03-17
 《宏观经济月报：2020 年四季度中国经济内生动能显著提升》——2021-01-30
 《大类资产配置月报：经济复苏依然是主线、信用是否收缩还有待观察》——2021-02-02
 《关注商品和周期的投资机会》——2021-04-06

证券分析师：王开

电话：021-60933132

E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

宏观专题

解析外汇占款“电路图”

● 商品贸易盈余到外汇占款、对外净资产形成“断路”

我国积攒了大量贸易盈余，形成经常账户顺差，但却并未体现为对外净资产的增加，也未通过外汇占款形成流动性净投放。从贸易盈余到货币投放要形成“通路”，中间要经过两个环节：（1）居民和企业去银行结汇，（2）银行向央行结汇，央行通过外汇占款实现货币发行。“断路”发生在第二步，外汇占款是经常项目盈余的必要不充分条件，央行在这条“电路图”中承担了开关的作用。在市场流动性整体相对充裕的局面下，央行没有动力采取外汇占款投放货币。

● 美元升值预期、央行与银行的“委托-代理”似乎并不成立

除了 2020 年 3 月海外疫情扩散、出口链条“速冻”导致涉外收付款下跌并砸出“深坑”外，大多时点境内外汇存款净增都是围绕零值波动的，居民和企业获汇但不去换汇似乎并不说得通。从市场化因素讲，美国超常规宽松+基建加大双赤字后，美元中长期陷入贬值预期，商业银行和居民都没有动机去贮存外汇。

● 外汇缴准、中资美债、掉期交易或是银行消化外汇的重要途径

法定存款准备金的增速滞后于银行贷款结售汇差额的同比多增且同向变动。这在一定程度上可以说明银行手上的外汇可能走了缴准的途径，但准备金存款环比增量的振幅远超出银行代客净结汇的量，二者相关性更适宜的解读是，货币政策通过外汇占款以外的途径，对外汇的积累做出反馈，进而引导银行流动性的二次派生。从月频估测数据来看，2019Q4 到 2021Q1 期间国际储备变动从负向拉动边际减缓转为正向驱动，也体现了对国外净金融投资的正向贡献，不过受到实体部门资金净流出拖累，国外部门对外金融投资仍表现为负值。

● 对外净资产对基础货币和 M2 已几乎无贡献

储备资产在本币大幅升/贬值时会造成储备货币价值变动，造成资本净流出/入的高估，但汇率变动并不能完全解释储备资产的变动。反之，对国外净债权并非基础货币和广义信用的形成条件。近年来国外净资产对基础货币和 M2 的贡献接近于零。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

1.从贸易盈余到外汇占款：“电路图”与“元器件”	4
2.国际收支表提供的信息	4
3.金融机构信贷收支表的信息	6
4.央行资产负债表的提示	8
5.资金流量表提供的证据	9
5.表外的衍生品市场	10
6.多表并联：贸易盈余、对外净资产、基础货币和信用派生的关系	11
6.结论	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 从贸易盈余到外汇占款: 涉及到的五部门各类报表列举.....	4
图 2: 中国国际收支平衡表主要项目近两年净流入/出	5
图 3: 国际收支平衡表中各项贡献度	5
图 4: “外债偿还”和“藏汇于民”反向变动、相互抵消.....	5
图 5: 存款类金融机构信贷收支表近两年的变动情况.....	6
图 6: 美元存贷款净息差与境外存贷款增速	7
图 7: 银行收付款加代客结售汇顺差反映外币存款变化.....	7
图 8: 美元升值预期与代客结售汇差额大体负相关.....	7
图 9: 法定存款准备金和银行代客结售汇增速正相关.....	7
图 10: 中资美元债发行量呈缩减趋势	8
图 11: 央行资产负债表近两年外汇占款变化微乎其微.....	8
图 12: 外汇占款对基础货币已经基本没有影响.....	8
图 13: 经常账户盈余转为银行净结汇的规律没有改变.....	9
图 14: 银行结售汇和外汇占款变化出现背离	9
图 15: 根据资金流量表测算中国对外资金流量变化.....	9
图 16: 中国对外资金流量的高频估算	9
图 17: 中国各部门净金融投资与 GDP 比值.....	9
图 18: 美国各部门净金融投资与 GDP 比值.....	9
图 19: 双边货币掉期下借贷 (情形 1)	10
图 20: 双边货币掉期下借贷 (情形 2)	10
图 21: 全球美元计价衍生品换手率在危机初期大幅抬高.....	11
图 22: 一年期掉期利率处在历史低位	11
图 23: 贸易盈余理论上应形成对外净资产	11
图 24: 长期贸易盈余并未转化为对外净资产	11
图 25: 汇率变动仅能解释外汇储备变动的一部分.....	12
图 26: 新兴市场资金净流入的估测值和差异	12
图 27: 近年来国外净资产对基础货币的贡献接近于零.....	13
图 28: 近年来国外净资产一项对中国 M2 的贡献微乎其微.....	13

近年来，我国积攒了大量贸易盈余，形成经常账户顺差，但却并未体现为对外净资产的增加，也未通过外汇占款形成流动性净投放。本文从贸易顺差与经常项目盈余开始推导，考虑对其与外净资产、货币派生间三位一体的联系。在“电路图”的拆解过程中，笔者秉承“统计的归统计，要因的归要因”的原则，对只影响数值、不影响趋势的统计误差一笔带过，着重分析“断路”的要因。

1.从贸易盈余到外汇占款：“电路图”与“元器件”

针对经常项目盈余未派生外汇占款的问题，市场上形成过诸多猜想：

猜想 1.“委托-代理”关系，银行作为央行的外汇代持方；

猜想 2.外汇从商业银行流向央行，但是以法定存款准备金形式；

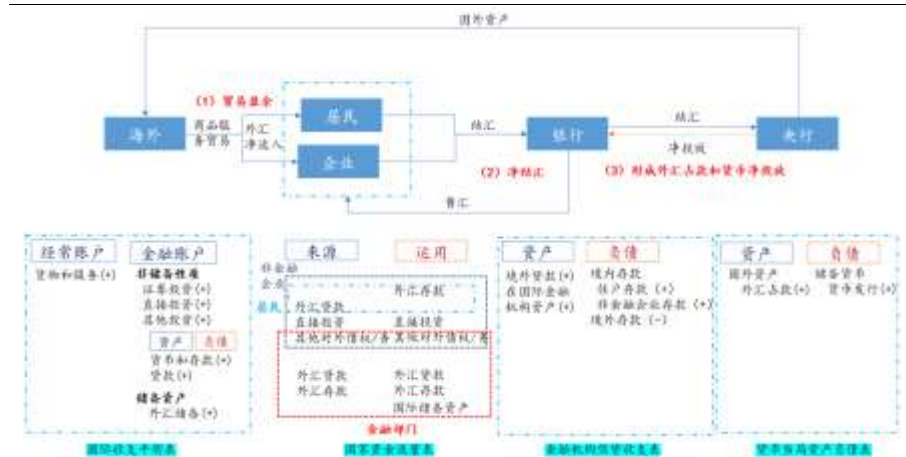
猜想 3.商业银行在离岸开展利率掉期或汇率掉期，拆出美元，拆入人民币；

猜想 4.商业银行愿意留存外汇，看好美元未来升值空间；

简单分为两类：1、2 为政策导向因素，类似国际收支中的补偿性交易；而 3、4 为市场化因素，是国际收支统计中的自主性交易。

从贸易盈余到货币投放要形成“通路”，中间要经过两个环节：（1）居民和企业去银行结汇，形成正的结售汇差额；（2）银行向央行结汇，央行资产端记录外汇占款，负债端记录货币发行。这就类似一条电路图，海外部门、国内实体部门（居民、企业）、金融机构和货币当局是闭合线路上的元器件，要检验为什么开关闭合（商品贸易积累盈余）的情况下没有亮灯（外汇占款、货币投放），就要用断点的方法检查各组件（部门）间线路连通情况，这要从各部门的报表（收支平衡表、资产负债表和资金流量表等）中获取信息。

图 1：从贸易盈余到外汇占款：涉及到的五部门各类报表列举



资料来源：国家统计局、中国人民银行、外管局，国信证券经济研究所整理

2.国际收支表提供的信息

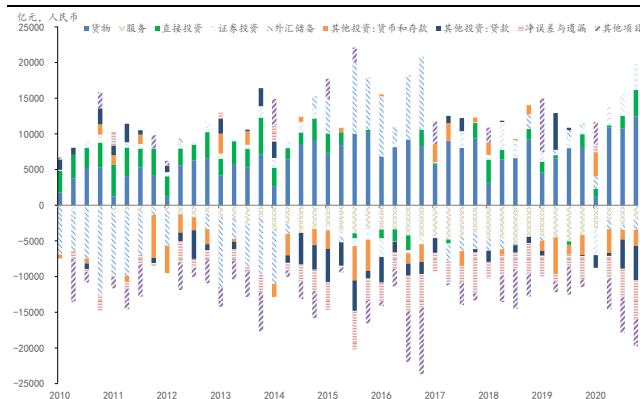
笔者对国际收支平衡表主要项目进行拆分，银行向海外贷款、将外汇存入海外金融机构是净流出原因之一。近两年来经常项目下的货物进口为净流入项目且贡献在加强，直接投资和证券投资大多时刻也是正向流入；净流出的项目主要为金融账户其他投资项下的货币和存款（国内银行流向海外的钱）、贷款（国内银行贷给海外的钱）、误差和净遗漏，以及经常账户下的服务贸易项。

图 2：中国国际收支平衡表主要项目近两年净流入/出

项目 (亿元人民币)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	累计值
经常账户	1504	1350	2141	2121	-2823	6894	6460	8177	25825
金融账户	1426	-300	-459	1156	1737	-3764	-2463	-2771	-438
非储备性质的金融账户	2101	-819	-1537	716	-12	-2408	-1820	-1143	-922
直接投资	1558	458	-479	1919	1138	333	1736	3730	10394
其他投资	-709	-1587	-2383	-2155	2888	-5430	-6435	-8455	-24266
货币和存款	-1684	-2045	-971	-2312	639	-2872	-3509	-3191	-18946
贷款	-1006	1277	1197	352	-2688	-979	-3273	-1887	-1007
储备资产	-676	519	1079	440	1749	-1356	-642	-1628	-516
外汇储备	-676	511	1115	447	1733	-1262	-656	-1567	-355

资料来源：中国国际收支平衡表时间序列 (BPM6)，国信证券经济研究所整理

图 3：国际收支平衡表中各项贡献度

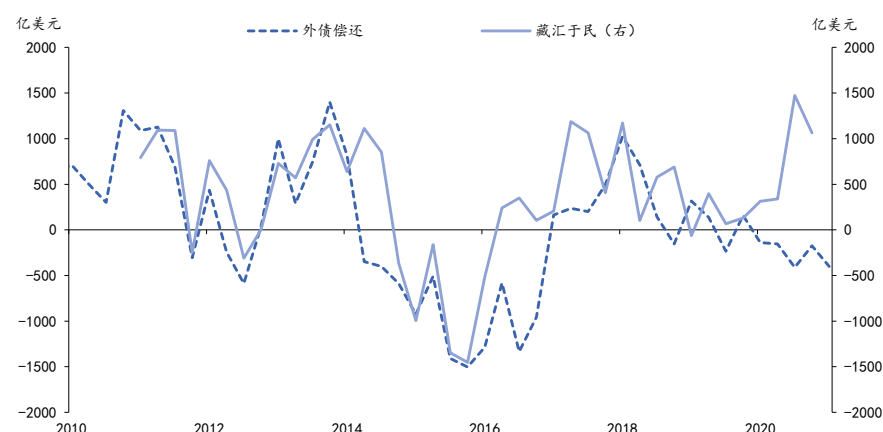


资料来源：外管局，国信证券经济研究所整理；注：其他项目包括经常项目中非贸易和服务项、资本账户、储备资产中非外汇储备项目、金融账户中衍生品投资、其他投资中股权、保险养老金与贸易信贷等占比有限的项目。

如果央行与银行在外汇方面是“委托-代理”关系，由银行持有外汇并进行货币投放，仅在 1~2 个季度是时间窗口是成立的。银行的流动性也不是无源之水，在不考虑外汇缴准的前提下，银行“代持”外汇只是将央行外汇占款操作的时间延后了，央行还是会充当“最后结汇人”的角色，形成国际收支平衡表的一笔外汇储备。近一轮商行代客净结汇的高峰发生在 2020 年 11-12 月，分别为 652 和 407 亿元，但从国际收支表四季度披露数据来看，储备资产、外汇储备分别下滑 1628、1567 亿元，降幅超过了二、三季度，假设 1 不改自破。

虽然从总量来看外汇储备是“横盘”的，但结构上存在此消彼长。笔者借鉴管涛（2017）的方法，分别用国际收支平衡表中非储备性质对外资产差额、契约性对外债务变动表示“藏汇于民”与“外债偿还”，在 2019 年之前的十年间二者是同向变动的，而近两年储备资产、外汇储备的低波动实际上是“藏汇于民”的增量部分和“外债偿还”减量部分相互抵消所致。人民币由单边升值转为双向波动部分抑制了家庭和企业留存外汇资产的意愿；2020 年中以来 CFETS 人民币汇率指数的走高则是而外债偿还一路下行的基础，人民币升值空间是提前偿还外债的机会成本。

图 4：“外债偿还”和“藏汇于民”反向变动、相互抵消



资料来源：外管局，国信证券经济研究所整理

3. 金融机构信贷收支表的信息

存款类金融机构信贷收支表如下所示，涉外项目有在国际金融机构中的资产和负债、境外存款和贷款四项。2019 年 1 月~2021 年 4 月间境外存款和贷款分别上涨了 41% 和 10%，境外吸纳贷款上升幅度、相对境外存款增速更高，主要发生在 2020 年 3 月之后，海外风险情绪下美元存贷款净息差（1 年期美元贷款利率-大额美元存款利率）出现一轮走高。虽然境外存款涨了四成多，但负债端取款也有常备压力，**商业银行自身净结汇并未出现较大波动，境外存款并没有衍生出境外存款**。参考美国四大银行一季报，重定价因素与风险偏好驱动净息差收窄（国信银行组，2021.04），国内银行美元存款的净息差预计也有收敛，目前 2021 年境外贷款存款的增速差有所回落，**预计后续境外存款扩表遇到天花板**。

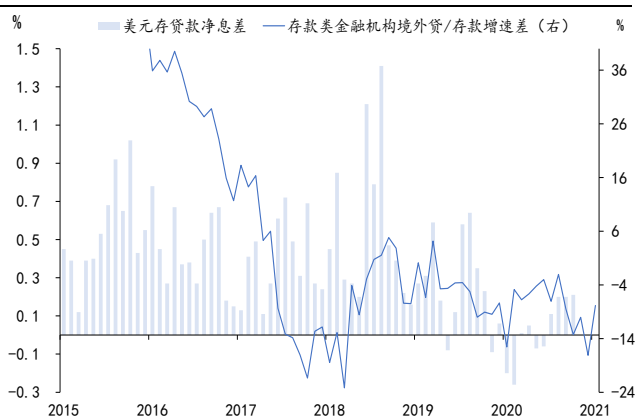
图 5：存款类金融机构信贷收支表近两年的变动情况

单位：亿元	2021-04	2019-01	变动率		2021-04	2019-01	变动率
总资产	2543649	2008751	27%	总负债	2543649	2008751	27%
各项贷款	1877822	1446625	30%	各项存款	2273381	1863061	22%
境内贷款	1834921	1407684	30%	境内存款	2237211	1837399	22%
住户贷款	655122	482355	36%	住户存款	985176	762831	
短期贷款	160838	137502	17%	活期存款	328016	290566	13%
消费贷款	87429	86547	1%	定期及其他存款	657160	472265	39%
经营贷款	73409	50956	44%	非金融企业存款	687815	583035	
中长期贷款	494284	344853	43%	活期存款	249432	236679	5%
消费贷款	419590	292915	43%	定期及其他存款	438384	346356	
经营贷款	74694	51937	44%	政府存款	353441	328684	8%
消费性贷款	507019	379462	34%	财政存款	49301	45875	7%
经营性贷款	148103	102893	44%	机关团体存款	304140	282809	
非金融企业及机关团体贷款	1137686	891314	28%	非银行业金融机构存款	210778	162849	29%
短期贷款及票据融资	423743	361482	17%	境外存款	36170	25662	41%
短期贷款	342260	298514	15%	金融债券	114233	75345	52%
中长期贷款	711177	527689	35%	对国际金融机构负债	4	7	-45%
票据融资	81483	62968	29%	其他	156031	70337	122%
融资租赁	817	140	484%				
各项垫款	1949	2004	-3%				
非银行业金融机构贷款	42112	34015	24%				
境外贷款	42901	38941	10%				
有价证券及投资	664339	560736	18%				
债券投资	479522	357474	34%				
股权及其他投资	184817	203261	-9%				
在国际金融机构资产	1488	1390	7%				

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

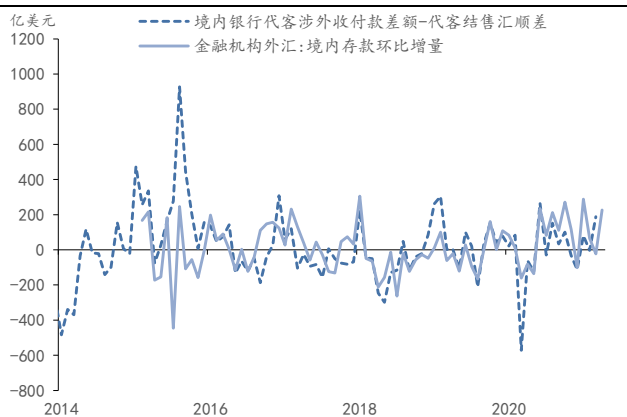
商业银行介于进出口企业、跨国旅行或打工居民与央行之间，结合金融机构的收支表和银行的结售汇行为可以推测出外汇需求是在银行端还是实体端。结售汇的数据不体现在银行报表上，而是外管局以月度频率披露。银行代客业务涉外首付款差额是银行作为金融中介记载的外币流入情况，而结售汇的差额则是外币结转为人民币的情况，二者轧差体现在金融机构报表负债端境内外汇存款的净增上。除了 2020 年 3 月海外疫情扩散、出口链条“速冻”导致涉外收付款下跌并砸出“深坑”外，大多时点境内外汇存款净增都是围绕零值波动的，**居民和企业获汇但不去换汇似乎并不说得通**。

图 6：美元存贷款净息差与境外存贷款增速



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：净息差为人民币口径 1 年期美元贷款利率和大额定期存款利率间差值，贷/存款增速差包含本外币。

图 7：银行收付款加代客结售汇顺差反映外币存款变化

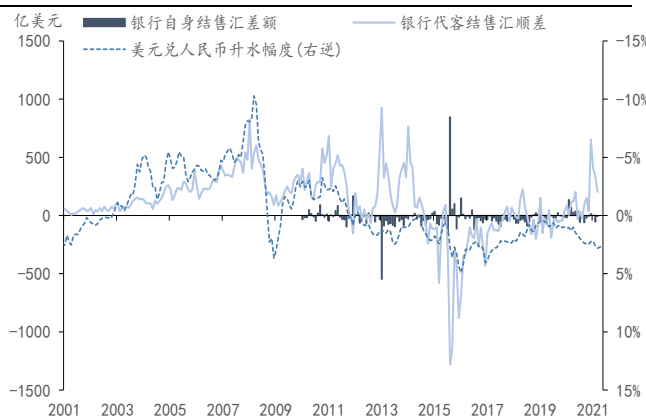


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

笔者用美元兑人民币 12 个月 NDF 相对 USD/CNY 即期汇率的溢价来表示美元升值预期，可以发现银行代客结售汇差额与之大体负相关：在企业、家庭预计美元升值时投机动机加强，不愿意拿到银行结售汇，造成外汇在国内实体部门窖藏；而银行自身结售汇规模较小，多在代客结售汇顺差与汇率预期大幅偏离时来平抑波动。反过来想，如果居民或者企业手上拿着外汇，在疫情封锁进口和旅行的一致预期下（虽然后续证实进口并未疲软，但进出口下行的预期贯穿了 2020 上半年）显然不是用于跨境消费和进口原材料、设备，更有可能是基于美元升值预期。而在美国超常规宽松以及基建投资催生双赤字下，美元开启了对人民币中长期的贬值预期，因此实体部门持有美元的交易动机、预防动机、投机动机都不成立。金融部门市场化的动机也如此，因此猜想 4 并不成立。

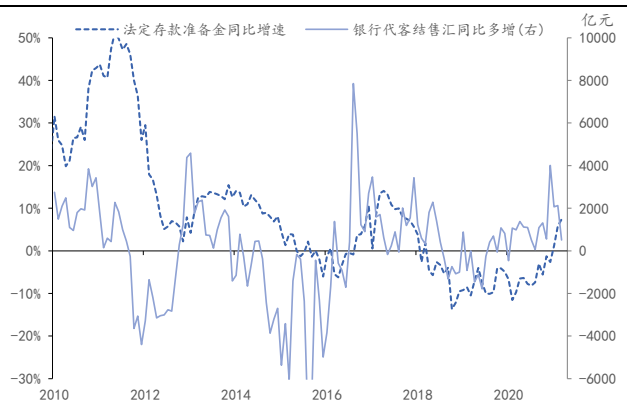
那么猜想 2：外汇以外汇缴准方式从商业银行流向央行能否找到证据呢？笔者发现法定存款准备金的增速（考虑到不同类型银行法定存款准备金率计提不同，此处用银行准备金减去超储规模获得）滞后于银行贷款结售汇差额同比多增且同向变动。这在一定程度上可以说明银行手上的外汇可能走了缴准的途径，但准备金存款环比增量的振幅远超出银行代客净结汇的量，二者相关性更适宜的解读是，货币政策通过外汇占款以外的途径，对外汇的积累做出反馈，进而引导银行流动性的二次派生。

图 8：美元升值预期与代客结售汇差额大体负相关



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 9：法定存款准备金和银行代客结售汇增速正相关

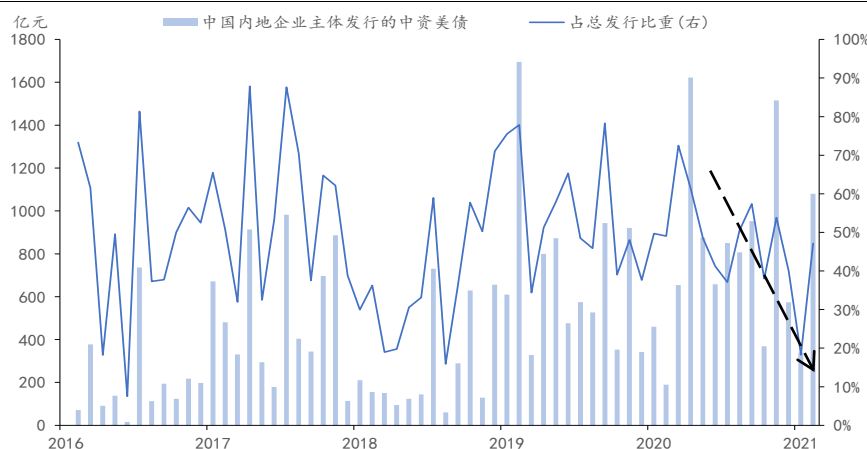


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

那么净结汇的部分是否由商业银行在离岸市场进行 Repo 和中资美元债购买呢？笔者认为这是一种渠道，但消耗有限。2020 年中资美债即便算上商业银行的定期存单，发行量约为 8701 亿人民币，而商业银行全年代客净结汇累计约 1.83

万亿美元（此外还有 1500 多亿美元的远期净结汇），中资美债的新增规模对如此庞大的净结汇也是杯水车薪。

图 10：中资美元债发行量呈缩减趋势



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理；注：包含内地企业发行的债券，含金融企业的 CD。

4. 央行资产负债表的提示

央行口的资产负债表近两年变化如下图所示。可以发现央行资产端外汇占款的变化相对存量而言可以说是微乎其微，自然也没有在负债端派生出相应货币。根据外汇占款变动/基础货币，外汇占款变动对基础货币（即储备货币）在 2017 年之前有至关重要的影响，但近年来传递已经失效。

图 11：央行资产负债表近两年外汇占款变化微乎其微

央行资产端 (亿)	2021-04	2019-01	变化值	央行负债端 (亿)	2021-04	2019-01	变化值
国外资产	219123	217763	1359	储备货币	318678	313236	5442
外汇占款	211727	212545	-817	货币发行	91050	95777	-4727
黄金	2856	2604	252	非金融机构存款	18596	13986	4610
其他	4540	2615	1925	其他存款性公司存款	209032	203474	5558
对政府债权	15250	15250	0	不计入储备货币的金融性公司存款	5156	4763	393
对中央政府	15250	15250	0	债券发行	900	200	700
对其他存款性公司债权	124491	107056	17434	国外负债	1120	2051	-931
对其他金融性公司债权	4410	4646	-237	政府存款	43755	35111	8644
对非金融公司债权	—	28	—	自有资金	220	220	0
其他资产	19042	18528	514	其他负债	12487	7692	4796
总资产	382315	363272	3599	总负债	382315	363272	19044

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：图中阴影部分表示美股熊市时期。

图 12：外汇占款对基础货币已经基本没有影响

11-2

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_19701

