

揭秘中国季度国际储备减少118亿美元真相

并非国际热钱大规模外流,今年中国仍将保持国际收支双顺差的局面

最大的恐惧在于恐惧本身。如果不深入解读国际收支平衡表,就会被谣言和情绪误导。

2012年第二季度,中国的国际储备资产减少118亿美元,直觉是国际资本外逃。由于是15年来第二次出现季度国际储备减少,有人更解读为亚洲金融危机的噩梦重现。实情如何呢?《中国国际收支平衡表》表内数据露出端倪。

全球量化宽松潮起之时,寰球同此凉热,国际收支双顺差的局面并没改变,仍将延续。

谢亚轩

《中国国际收支平衡表》数据显示,2012年第二季度,中国的国际储备资产减少118亿美元(不含汇率、价格等非交易价值变动影响),其中,外汇储备资产减少112亿美元,在基金组织的储备头寸减少4亿美元,特别提款权减少1亿美元。这个数据意味着什么?

亚洲金融危机噩梦重现?

造成二季度外汇储备下降的主因是资本和金融项目出现的412亿美元逆差。据前所述,这个逆差不是还债就是借钱给外国。

比较出真知。

分析国家外汇管理局第一次公布的1998年至2009年《中国国际收支平衡表》各季度数据,发现上次中国国际储备资产负增长发生在1998年的第二季度。当时正值亚洲金融危机爆发第二阶段,继泰国之后,印尼等东南亚国家纷纷被卷入危机漩涡,日元汇率剧烈调整。1998年8月,进入大家更为熟悉的亚洲金融危机第三阶段:索罗斯阻击港元和香港股市,恒生指数暴跌至6600点。虽港府积极应对,成功维护了香港的联系汇率制度,但仅为“惨胜”。与此同时,中国政府也勇于承担国际责任,在其他国家和地区竞相贬值的巨大外部压力下,作出人民币汇率不贬值的承诺并切实践行,但实属苦苦支撑。其后,亚洲危机带来的资产价格缩水与银行不良资产问题的负面影响逐步显现,不能不说是造成此后大陆和香港经济走低及通货紧缩的罪魁祸首。反观前阶段的国际经济和金融形势,欧洲债务危机麻烦不断,新兴经济体增速普遍放缓,且面临跨境资本流动逆转和货币贬值的挑战。国内外汇市场人民币汇率从2011年四季度以来已现数次“跌停”,新增外汇占款和结售汇顺差规模下降甚至出现较明显的负增长。一时之间,国际资本大举逃离中国,万亿热钱流出,人民币汇率已过度升值”等等悲观言论不断出现。2012年第二季度中国外汇储备的减少,是否意味着亚洲金融危机的噩梦重现呢?

事实并非如此。

《中国国际收支平衡表》记录着我国对外经济交易的流水账,最大的两个项目分类:经常项目、资本和金融项目。前者主要是记录货物和服务往来,一经交易钱货两清,所以是经常项目;后者记录的交易在发生后会产生持续的股权和债权债务关系,所以是资本和金融项目。各种各样的交易都需要收付钱,在对外交易中,这个钱一般指外汇。如果我国买别国货物和服务多过对方,出现经常项目逆差,需要支付外汇;如果是

偿还以前的债务或出借资金增加债权,出现资本和金融项目逆差,也要付外汇。如果是国内家庭和企业持有的外汇,被称为外汇存款;如果是中国人民银行持有的外汇,才被称为外汇储备。因此,不是一看到外汇储备减少就需要担心,而是要读懂外汇储备为何减少、是不是持续、有没有底线。

二季度外汇储备减少的主因,是资本和金融项目逆差412亿美元。2012年第二季度经常项目实现顺差537亿美元,应该说与当前的进出口贸易形势基本吻合。相对稳定和可持续的经常项目顺差,显示中国在这方面是净收到外汇,而非维持日常生活需持续对外付外汇。而造成二季度外汇储备下降的主因是资本和金融项目出现的412亿美元逆差。据前所述,这个逆差不是还债就是借钱给外国。资本和金融项目下主要有直接投资、证券投资和其他投资三大类交易。从已公布数据看,直接投资在二季度实现顺差411亿美元,但顺差规模较去年同期下降14%。与今年第一季度489亿美元的顺差规模比,环比下降16%。证券投资项下的主要交易包括QDII式的对外投资和以境外上市及QFII等方式吸收的境外投资,因受到严格审批管制,所以一般差额不大。第二季度证券投资实现顺差111亿美元,除此前境外证券投资回流外,还包括对境外人民币持有者开放银行间货币市场后非居民人民币债券投资流入30多亿美元,以及境内企业海外上市和发债筹资及QFII项下资金净流入合计35亿美元等。

其他投资”项逆差缘何高企

藏汇于央行还是藏汇于民,表现形式不同而已,无需恐慌。

真正导致资本和金融项目二季度出现逆差的,主要是“其他投资”项逆差944亿美元。而其他投资出现逆差,又是资产方逆差高达1214亿美元所致。原因很简单,资产方逆差即我国借了外汇给外国。为何资产增加会统计为逆差呢?以货币和存款为例,如要增加在境外的存款,必须要首先将资金汇到境外金融机构,因此会有相应的资金流出境外。其他投资的资产方主要有三个子项:贸易信贷、贷款以及货币和存款。2012年第二季度,贸易信贷、贷款以及货币和存款三个项目,因资产增加而分别流出资金336亿美元、251亿美元和639亿美元。可见,金融项目逆差的主要原因是,进出口商因贸易而形成的应收款净增加336亿美元,中国的金融机构对非居民的贷款增加251亿

美元,中国的金融机构乃至企业和个人在境外银行存款增加639亿美元。

境外贷款和存款增加的一个很重要原因是,2012年以来国内银行外汇存款增长迅速,上半年累计增加1301亿美元。而同时,国内外汇贷款仅增加319亿美元,远低于外汇存款增长,这意味着银行体系只能将吸收的大部分外汇存款转向对外贷款、投资和拆借,反映为银行境外资产增加。在经常项目顺差下,如果不是家庭和企业增加持有外汇资产,就是央行增加持有外汇资产,后者的表现就是大家熟悉的外汇储备和外汇占款的增加。但央行持有的外汇储备同样是要流出到境外持有资产,比如购买美国国债。藏汇于央行还是藏汇于民,表现形式不同而已,无需恐慌。

噩梦重现”属杞人忧天

全球量化宽松,寰球同此凉热,预计下半年中国资本和金融项目顺差规模将回升,中国有望继续保持国际收支双顺差的局面。

最大的恐惧在于恐惧本身。如果不深入解读国际收支平衡表,就会被谣言和情绪误导。笔者认为,前述所谓亚洲金融危机噩梦重现的观点,实属杞人忧天。

首先,二季度资本和金融项目出现逆差,是藏汇于民和增持国外资产的结果,不同于资本外逃。典型的资本外逃,是国际资本从一个经济体恐慌性逃离,所谓从惊恐到崩溃,具有群体性狂热的非理性性质。但二季度资本和金融项目的逆差,更多是由于国内企业和家庭主动增加外汇存款并存入国内金融体系,国内银行再存放境外金融机构。这只是资金在国内企业部门与银行部门之间的转移,相当于“藏汇于民”,不代表资本

外流。这种情况在往年也出现过,比如2007年、2008年和2011年的第四季度。

其次,衡量对外风险还要看总账簿。以上谈到,国际收支平衡表是流水账,记录流量。衡量对外风险暴露程度更要看存量,就是我国的《国际投资头寸表》,表明我们的家底如何,是负债累累,还是无债一身轻。截至2012年3月末,我国对外金融资产48920亿美元,对外金融负债31009亿美元,对外金融净资产17911亿美元。极端点讲,就算所有的在华直接投资企业全部撤走,所有外国人在国内持有的股票和债券投资都抛售,所有借国外银行的贷款和贸易项下欠的借款都归还后,还有净资产17911亿美元。更何况,中国的对外负债主要是直接投资,其注重的是长期合作,波动性相对较低,集中撤离可能性小。

第三,我国抵御外部冲击的能力,与1998年相比已不可同日而语。截至2012年6月末,我国持有的外汇储备余额已达32400亿美元,是1998年1449亿美元外汇储备的22倍。以国际通行标准看,目前我国的外汇储备可以支付23个月的进口额,就是说,即使我们完全不出口,也不借钱,仅仅依靠外汇储备可以支撑23个月进口量,其保障程度较1998年的仅能支付10.6个月明显上升。

第四,我国贸易状况好于当时陷入亚洲金融危机的国家。贸易状况是衡量一国对外支付能力和长期偿债能力的重要指标。实际上,贸易赤字同时伴随短期资本流入的国家和地区,通常发生货



吴比较/制图

项目	2012年3月末
净头寸	17911
A. 资产	48920
1. 对外直接投资	3790
2. 证券投资	2703
3. 其他投资	8595
4. 储备资产	33631
B. 负债	31009
1. 外国来华直接投资	18525
2. 证券投资	2892
3. 其他投资	9592

单位:亿美元

币危机甚至是金融危机的可能性大。1997年亚洲金融危机中的泰国就面临这种状况。1990年出现货币和金融危机的印度,1994年出现比索危机的墨西哥,1998年前后出现国际收支和债务危机的俄罗斯和巴西以及2001年出现货币危机的阿根廷,均属此类。相对而言,我国具有相对较高的储蓄率和显著的贸易优势,如改革开放与稳定的营商环境、完整的制造产业链等,这使得我国保持经常项目顺差的能力在中期相对较为稳定。在这一方面,中国的情况与持续保持经常项目顺差的德国以及80年代的日本可能更为接近。

第五,欧美央行的货币政策,将助推国际资本回流新兴经济体。欧美央行的货币政策取向和金融体系的稳定状况,都会影响到新兴经济体的国际资本流动。欧美央行的货币政策被视为水泵,从源头上决定释放还是回收流动性,以及流动性规模。将金融体系比喻为水泵,决定了水泵泵出的水能否四通八达。目前看,欧洲央行的直接货币交易(OMT)将于近期展开,在稳定欧元区金融体系的同时泵出流动性。美联储宣布启动QE3,参考QE2经验,QE3将向全球新兴经济体释放出更多美元流动性,导致这些国家出现明显的国际资本流入。9月19日,日本也步欧美后尘,进一步量化宽松。寰球同此凉热,预计2012年下半年中国资本和金融项目顺差规模将回升,将继续保持国际收支双顺差的局面。

作者系招商证券宏观经济研究员)

作者系瑞银中国首席经济学家)

观点 | Point |

资本流动步入新时代



尽管新的量化宽松会增加全球投资者风险偏好并改善亚洲国家的出口,但金融账户逆差或成常态,未来几年中国的外汇储备仅能略有增长甚至减少。确实,我们可能已进入一个新时代——央行的外汇储备将不会再继续、大规模扩张。

汪涛

未来几年资本如何流动?

当然,资本流动可能会剧烈波动而很难预测,尤其伴随着资本管制的放松。不过,我们相信未来几年居民资产配置多样化的需求会产生稳定且可观的资本流出;过去政府对资本外流实行广泛的管制,但目前在逐渐放宽,居民部门也应该沉淀了不少对于持有外国资产的需求;随着对中国经济硬着陆和换届的担忧消退,与汇率预期相关流动的大幅波动应该会减少;中国对外直接投资可能将继续上升,使得未来几年净外商直接投资下降。

尽管我们预计新的量化宽松会增加全球投资者的风险偏好,并改善亚洲国家的出口,但我们不认为这会给中国带来显著的资本流入。

金融账户逆差将成为常态,虽然期间可能会有大幅波动。与此同时经常项目顺差也会停滞或下降,未来几年中国的外汇储备仅能略有增长或减少。确实,我们可能已进入一个新时代——央行的外汇储备将不会连续地、大规模扩张。

外汇储备不再增长意味着什么?

首先,外汇储备的管理者应该能松一口气。

对人民银行来说,这意味着它也不用再承受近10年来持续对冲外汇流入的压力。相反,央行需要更积极地管理国内流动性,通过使用更广泛的工具更频繁地更接入、回流流动性的操作。目前处于高位的存款准备金率可能需要逐步下调,同时央行或将更多地依靠公开市场操作。银行则需要更多地关注市场利率。

国内流动性条件应该不会简单因为外汇储备停止增长就收紧。过去,国内流动性并不是被动地随着外汇储备的增长而同步产生,因为央行在过去10年其实对冲了大部分外汇流入。同理,如果外汇储备不再增长,央行也可以通过其他方式创造流动性,包括更积极地下调存款准备金率。

随着国际收支更加“平衡”,人民币汇率弹性也可以加大。在管理汇率政策方面政府会把出口看得比内部目标更重要,预计明年人民币兑美元汇率还会围绕当前水平波动。

作者系瑞银中国首席经济学家)

使用残差法估算国际热钱流动误差大

谢亚轩

差之毫厘,谬以千里。我们重视国际资本流动对于中国宏观经济的影响,但却不测算“热钱”。目前普遍使用“残差法”来测算热钱规模,即外汇占款-货物贸易顺差-实际利用直接投资增量=热钱,而我们一直不赞同采用此测算方法,因为流行的测算方法存在问题。

残差法估算热钱的缺陷

比如,用“外汇占款-货物贸易顺差-实际利用直接投资增量”来估算热钱,“2011年第四季度到2012年第二季度,累计国际资本流出1828亿美元,相当于1万亿人民币”。但是我们一直不采用此测算方

法,因为流行的测算方法存在问题。如果大家使用一个“测不准”的指标来进行推理分析,缺乏一个客观和准确的数据基础,则任何分析结论都将如泥足巨人,难经得起推敲。测算热钱流入如此,流出也一样。

“测不准”的四个原因

针对公式:外汇占款-货物贸易顺差-实际利用直接投资增量=热钱,首先,“被减数”不同会带来迥异的热钱流向结果。

常被用来作为“被减数”的指标有四个:中国人民银行公布的央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据。因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较

较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较

较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较

较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较

较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较

较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不

同,所以在特定时期数据之间的差异会比较

较大。以2012年第一季度为例,当期金融机构新增外汇占款折461亿美元,央行新增外汇占款折541亿美元,国际收支平衡表显示外汇储备增加746亿美元,而中国人民银行公布的外汇储备增加1238亿美元。

毫无疑问,如果希望得到热钱流入规模上升的结论,最好使用央行的外汇储备作为被减数;如果想要证明热钱流入速度放慢或者流出,则最好使用金融机构外汇占款作为被减数。一个问题自然是,为何不同数据差异如此之大。答案也很简单,因为口径不同。比如央行外汇占款、金融机构外汇占款、国家外汇储备以及国家外汇管理局所公布《国际收支平衡表》中的国家外汇储备数据,因为以上指标的统计口径不