

# 外汇占款与银行间流动性“生理紊乱”的四重根源

谢亚轩

外汇占款和银行间流动性这一稳定的关系自2013年10月以来处于紊乱状态,1月两者之间一度恢复如初,今年2月,紊乱再现抬头。

去年第四季度,我国新增外汇占款月平均达3708亿元,处于历史较高水平。但银行间流动性不仅没有出现宽松迹象,反而是越来越紧。四季度,外汇占款对流动性的改善作用不明显。到2014年1月,两者之间的关联关系似乎又已恢复如初。进入2月,银行间流动性继续维持宽松局面,7天回购利率的均值下落到4.1570%水平。事实上,2月新增外汇占款仅1282亿元,远低于1月水平。也就是说,2月外汇占款与流动性的关系再次出现紊乱,流动性的改善并未受外汇占款增量下降的负面影响。

分析和预测国内流动性状况,外汇占款无疑是一个重要变量。结合最新数据,我们认为,造成2013年第四季度以来外汇占款和银行间流动性之间关系紊乱的原因主要有四个。这四个原因中,前两个和流动性的供给有关系,后两个和流动性的需求有关系。

## 3月以来 央行货币政策态度暧昧

从2013年6月开始,央行的货币政策逐步由“稳健”变为“稳中偏紧”,这是导致四季度以来外汇占款影响力减弱、银行间流动性明显偏紧的关键原因,也是6月钱荒以来流动性环境改变的最根本原因。央行没有通过调整常规“武器”——基准利率和法定存款准备金率来释放偏紧信号,而是不断收缩公开市场净投放规模,主动引导银行间回购利率上升达到调控目的。

第三季度,除了数量信号外,央行通过价格发出“偏紧”信号,将7天逆回购利率从年初的3.35%提升至三季度的3.90%,在四季度初进一步提升至4.10%。

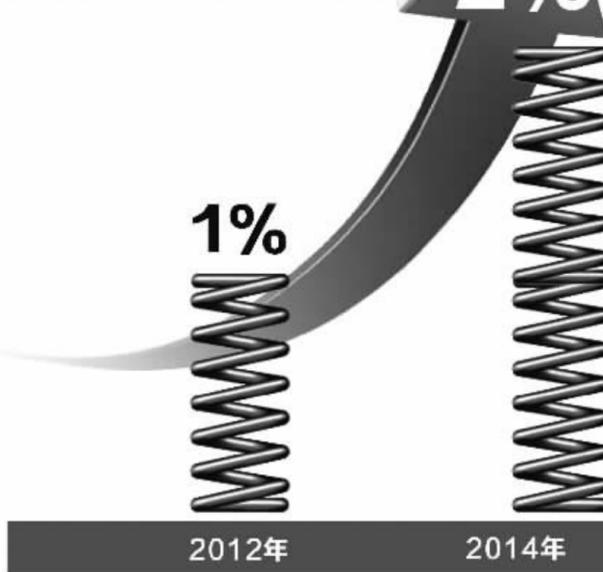
常备借贷便利余额在第四季度减少2860亿元,也是对外汇占款增加的一个对冲。值得强调的是,央行在货币政策工具上的创新使其能够更为有效地实现货币政策的调控效果,降低外汇占款对流动性的影响。

在过去,外汇占款靠连续流入,不断对流动性带来改善作用。而货币政策的调整则往往是滞后的、缓慢的、离散的,比如提高一次法定存款准备金率往往要间隔一个月以上。那么,这个政策空档期间,流动性会因外汇占款的增加而阶段性改善。但是,央行在2013年创造了更多调整流动性的工具,根据国际收支形势和资金流动的变化更加灵活地调节流动性,更有效体现其政策意图。

2014年1月以来,银行间流动性逐步宽松与央行政策的维稳意图

自2014年3月17日起,银行间即期外汇市场:

人民币兑美元交易价  
浮动幅度由1%扩大至2%



## 汇改对流动性影响有限

谢亚轩

根据“不可能三角”理论,货币政策有效性、资本自由流动和汇率浮动之间具有替代关系。

## 今年新增外汇占款1至1.5万亿

2014年3月15日,中国人民银行发布[2014]第5号公告,宣布自2014年3月17日起,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%。中国人民银行进一步扩大人民币汇率的波动幅度,是希望藉此减少对外汇市场的干预。“央行基本退出常态化外汇干预”,逐步摆脱依靠外汇占款供应基础货币的模式,提升国内货币政策的有效性。预计汇率波动扩大后,经济主体在出于交易性需求持有外汇之外可能会出于投机性需求而持有外汇,持汇意愿可能上升,新增外汇占款的增速将相应下降。有鉴于此,我们预计2014年新增外汇占款规模可能在1万亿至1.5万亿之间。

## 二季度流动性供给相对稳定

2013年第四季度以来,外汇占款与国内流动性之间关系紊乱的现象背后,是央行货币政策目标转换和利率市场化等中期因素在起作用。展望2014年第二季度,预计流动性的供给相对稳定,而流动性需求的变化是主导市场演绎的最主要因素。从供给来看,预计未来货币政策不会有明显放松的机会,除非经济出现剧烈下滑,否则央行货币政策基调仍将稳中偏紧。因此货币政策进一步带来流动性改善的空间有限。

人民币汇率浮动幅度进一步扩大后,预计短期内外汇占款超预期增长的可能性小。汇率波动扩大使得近期降准的可能性进一步降低。降准的条件是外国经济体出现较大的动荡,中国的新增外汇占款连续出现比较明显的负增长,比如月减少1000亿。人民币汇率波动扩大后,汇率波动本身可能一定程度上调节外汇市场的供求,降低央行干预外汇市场的必要性,也使得外汇占款持续负增长及降低法定存款准备金率的可能性进一步下降。

## 汇改对流动性影响有限

从需求端来看,未来的流动性环境可能存在更多变数。目前看,经济基本面对流动性产生的需求在降低,这将是主导2014年利率走势的重要因素。107号文出台后,金融机构似乎开始边缘上降低对非标资产配置的比例。更长期看,不论是从控制地方政府债务风险的角度还是从加强对影子银行监管的角度看,非标资产对债券的挤占都会有所收敛。但短时间内,金融机构的考核要求和业绩压力很可能迫使其想方设法绕开监管,要判定金融机构对非标的配置需求只是暂时“蛰伏”还是束手就范仍需要更多证据。

前瞻看,汇改使得未来外汇占款的增量可能明显下降,其对流动性的影响力可能减弱,央行需要通过再贷款、常备借贷便利、公开市场操作和法定存款准备金率调整等多种手段供给基础货币。但是,金融日趋国际化与人民币资本项目可兑换加快推进的条件下,国际因素对国内流动性的影响却不能忽视。

(作者系招商证券研究员)

有关系。春节前启动逆回购等措施,对稳定市场预期和流动性的改善有帮助。进入3月以来,尽管央行仍在公开市场开展正回购但银行间短期利率仍持续走低,央行至少没有用明显加大正回购力度的方式“教育”市场,态度暧昧。

当前,经济走势偏低迷,央行难道就此会放松货币政策吗?央行报告称,中国货币政策主要有四个目标:稳增长、调结构、控通胀、防风险。

“防风险”目标在2012年第四季度货币政策执行报告中首次提出,一直位列最后。但我们的政策一贯希望“外松内紧”,排在最后并不意味着不重要。央行突出“防风险”目标与新一届政府对于经济风险的认识有密切的关系。从“防风险”这一政策目标推论,短期看,如果货币信贷增速不能达到目标,则货币政策难言放松;中期看,除非非债在中国宏观经济中的系统性风险——影子银行得到有效监管,地方和房地产投资冲动得到有效抑制之前,房地产等资产价格能够平稳着陆,否则很难寄希望于央行货币政策的放松。

## 人民币跨境出入影响上升

央行《第四季度中国货币政策执行报告》中称,2013年,跨境贸易人民币结算业务实收1.88万亿元,实付275万亿元,收付比为1:1.46。直接投资方面,2013年全年,银行累计办理对外直接投资结算金额856.1亿元,同比增长1.8倍;外商

直接投资结算金额4481.3亿元,同比增长76.7%。整体看,2013年全年跨境人民币贸易和直接投资净对外支付为5075亿元,上半年人民币净对外支付1352亿元,第三季度净对外支付1385亿元,第四季度人民币跨境对外净支付2338亿元。可见,2014年1月人民币跨境资金净流出额应在1000亿人民币左右。

人民币跨境对外净支付放大外汇占款。例如,在以美元结算的情况下,出口100和进口30带来的是70的新增外汇占款;但如果出口仍以美元结算,外汇占款增加100,但进口30以人民币结算,因未发生购汇则外汇占款增量是100。

人民币跨境资金流出对国内银行间流动性的影响力在上升。如果2013年第四季度超过2300亿元支付到境外的人民币大多数未通过RQFII等渠道回流,都已离开中国的银行体系。那么,这2300亿元人民币对外净支付可以视为基础货币的减少,是对外汇占款增加的一个对冲,减弱了外汇占款上升对银行间流动性的改善程度。但是,如果这部分流出到境外的人民币又通过代理行等多种模式回流到国内银行体系,则其作用基本与外汇占款带来的基础货币投放一致,甚至由于其可能不受法定存款准备金的限制而具有更大影响力。

## 非标资产配置与债券投资需求此消彼长

表面上看,2013年下半年以来,利率市场化导致资金来源端成本上

升,迫使银行、保险等金融机构在资金运用方增加对收益更高的非标资产的配置比重,降低对收益相对较低的债券配置比重,边际上减少对债券的投资需求。以债券市场重要买家——保险公司为例,2013年企业债和另类投资等高收益资产占比较年初分别增加2个百分点和6.3个百分点,全行业的投资收益率上升至5.04%,比上年提高1.65个百分点。这表明,保险公司在过去的一年中把更多的资金投向了非标资产以提高收益率,降低了债券需求。再看另一个重要的买家——银行,近三年全国性商业银行和城市商业银行增持利率产品与全部债券资产的占比逐年下降,特别是2013年不仅利率产品的规模出现了明显下滑,其占比也下降了接近一成。

更深层认识非标挤占债券背后原因,需要回答究竟是利率市场化导致资金来源方利率上升,进而推动运用方配置非标资产;还是运用方无视风险只顾收益给出了虚高利率,金融机构为此加刷在来源端的争夺导致的利率上升。我们认为这不仅仅是来源方的问题,而更多是运用端的问题。

107号文推出后,特别是进入2014年以来,流动性环境的改善似乎也与非标资产的收缩关系密切。观察2月数据可见,当月社会融资总额仅为9387亿人民币,同比下降1318亿人民币,环比下降16458亿人民币,显著低于预期。银行表外业务受到明显抑制,委托贷款、信托贷款和未贴现票据融资较1月共计减少9792亿人民币,非标业务规模大幅收缩是拉低社融总额

的主要动力。非标业务受限导致资金回流债券市场,这是节后债券市场流动性宽松的重要因素。但这一趋势能够持续吗,金融机构是否能够无视业绩压力放弃对非标资产的追逐吗,从草根调研的结果看可能并不乐观。

## 市场情绪不容忽视

2013年6月钱荒后,市场情绪对银行间流动性的影响力较过去更为显著,深层原因包括:一、央行在关键时点的态度加剧了市场波动。比如,市场传说央行在2013年11月向央行借钱时被断然拒绝。又如,2013年2月以来,银行间流动性已明显宽松,但仍有“央行有关部门负责人”答记者问抛向市场维稳。二、利率市场化后的金融脱媒导致存款不确定性上升加剧市场情绪波动。利率市场化进程中金融机构对存款竞争的白热化,存款出现理财化的倾向。而存款争夺和存款理财化导致存款在大行和中小行之间的分布更为不均匀,更为不确定。这打乱了过去银行间市场习惯的大行在月末等关键时点向市场融出资金、小行融入资金的模式。在月末时点,不时出现大行上午还在向市场拆出资金,下午却被迫融入资金或者向央行求助的局面,这种情况的变化加剧了银行间市场在月末、季末时点的波动。2014年2月居民户新增存款仅为891亿人民币,规模明显低于历史同期水平,这再一次显示余额宝等货币基金的蓬勃发展分流了相当一部分居民存款。

(作者系招商证券宏观研究员)

### 《交易日》

十年品牌 国内独档全互动财经直播节目  
每周一至周五 9:20-11:30 13:00-15:00  
每天4小时实时直播互动,紧跟全球资本市场,快速汇集全民视角,实时捕捉市场热点,第一时间发现舆情焦点,第一时间对话上市公司,第一时间了解事件真相,第一时间做出理性分析与操作指导。

### 《中国股市报告》

中国第一档上市公司新闻报道节目  
每周一至周五 18:00-18:30  
关注中小投资者股东权益,呈现中国上市公司经营百态。跟踪上市公司热门事件,呈现一手采访资料,反映广大投资者心声,探究股价涨跌真相。国内第一档全力聚焦上市公司的新闻报道节目。

### 《投资论道》

多角度财富生活类节目  
周一至周五 23:00-23:40  
国内财经节目的标杆,树立了财经节目的最高门槛。最全面、全景别、多角度展示对财富事件、经济走向、市场动态的生活化解读,全面满足观众多层次需求。

### 《新财富夜谈》

高端财经周播访谈节目  
每周六 23:00-23:30  
由著名财经评论家叶檀女士担任主持,集结财经圈大佬,对每周热点财经事件深入解析,叶檀独家犀利评论,让事件的真假对错“浮出水面”,爆料十足。

