新时代证券 New Times Securities

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，值得时刻保持关注。

- **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

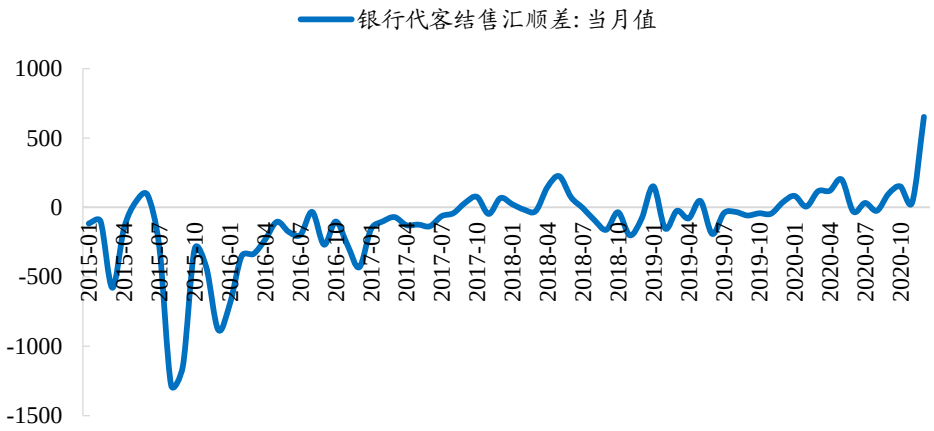
图表目录

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，值得时刻保持关注。

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标分化

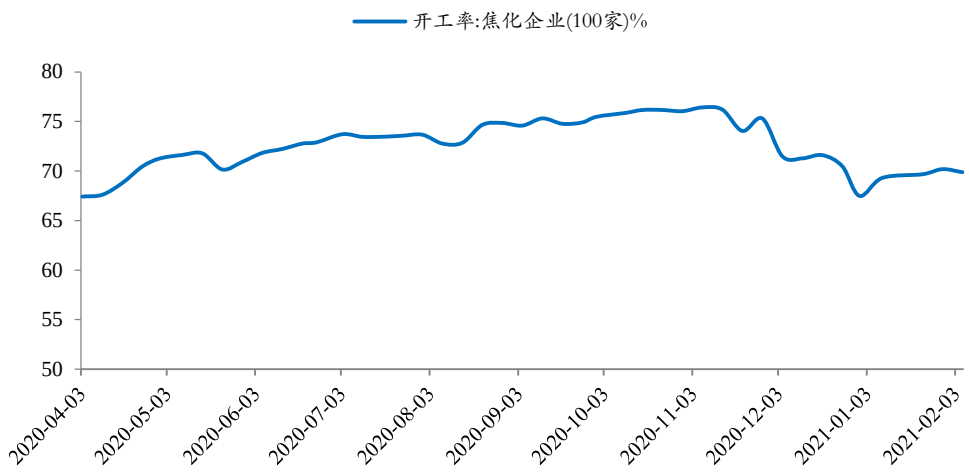
上周，生产指标分化。高炉开工率上升 0.83 个百分点至 65.61%，但是全国 100 家焦化企业开工率小幅下降 0.31 个百分点至 69.88%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 15.14、8.2 个百分点至 51.67%和 56.01%。

图2： 高炉开工率小幅上升



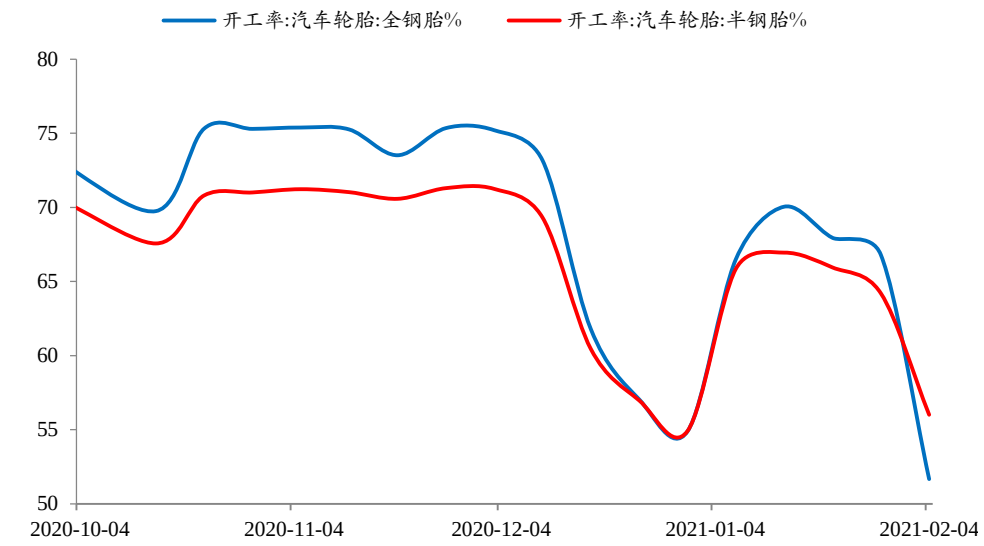
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

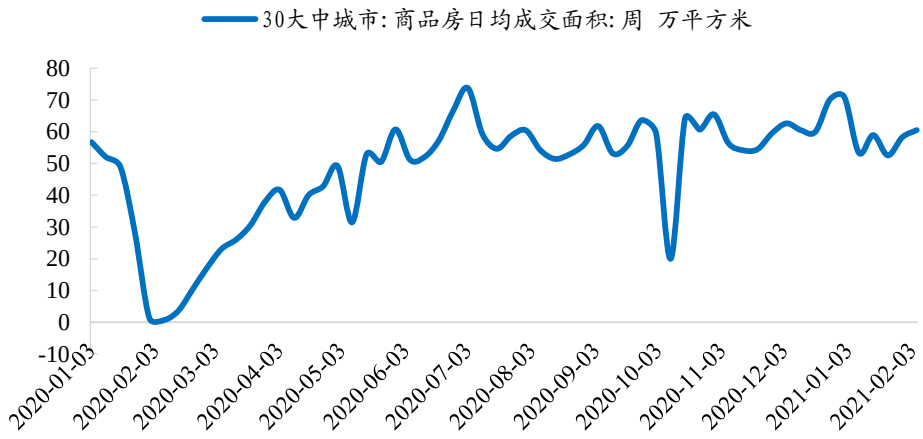


资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

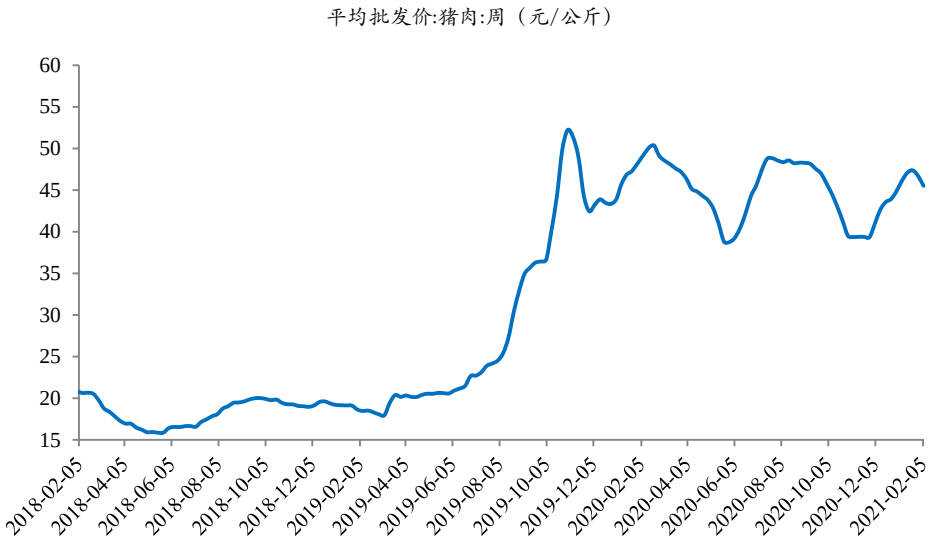


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格略降

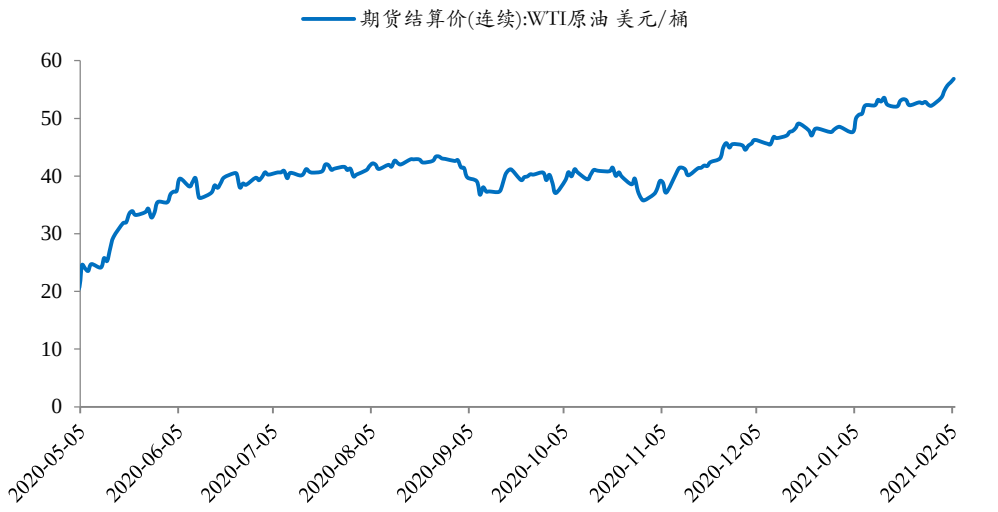
上周，28 种重点监测蔬菜价格环比下降 1.90%，7 种重点监测水果价格环比上升 1.19%，猪肉批发价环比下降 2.57%。原油价格上升，WTI 原油价格环比上涨 8.91%，布油价格环比上涨 6.19%。

图6： 猪肉价格略降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 原油价格上升

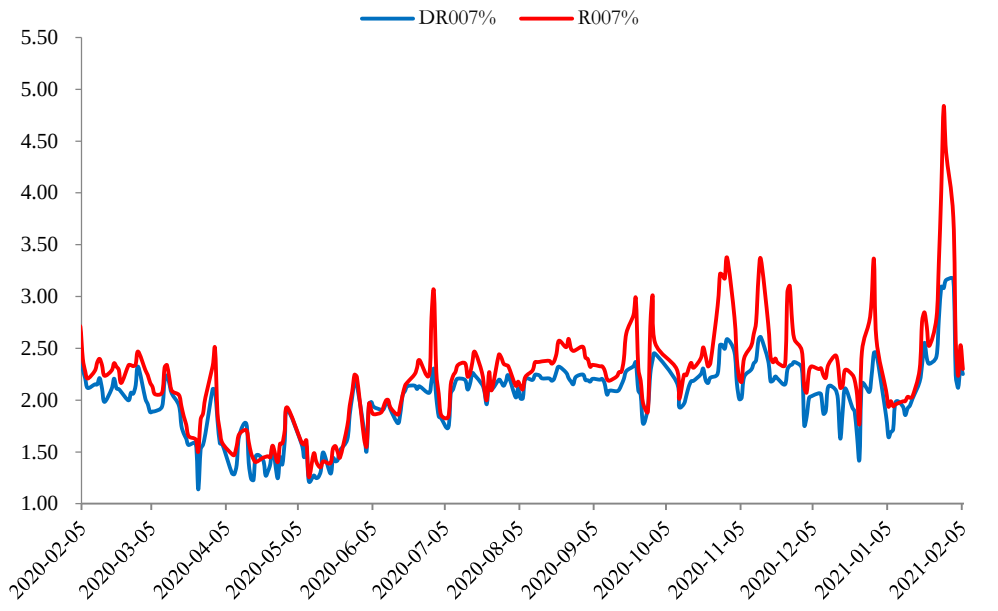


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率下行

上周，虽然央行回购市场净投放资金 960 亿元，货币市场利率有所下降，DR007 一周下降 90.74 个 BP，R007 一周下降 209.34 个 BP。

图8： 货币市场利率下行

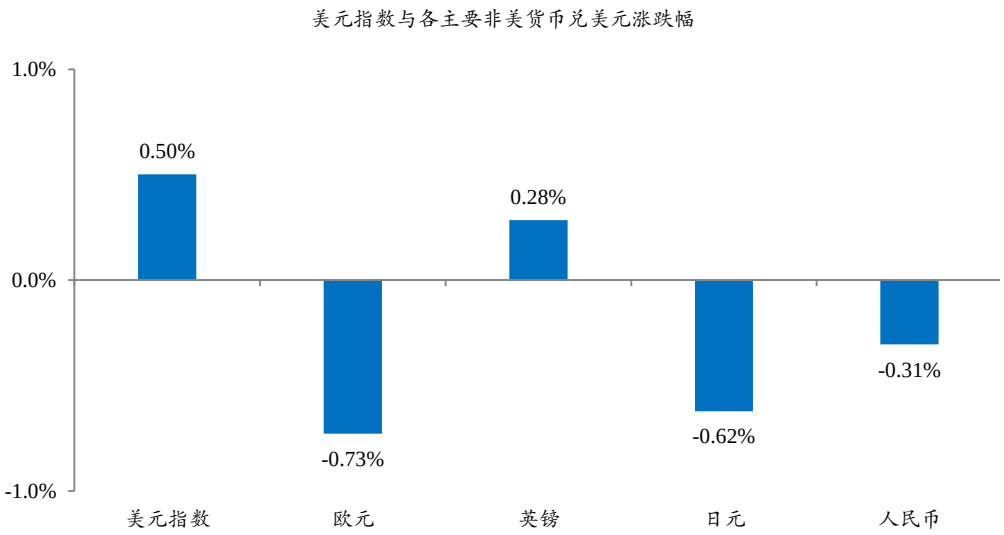


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币贬值

上周，美元指数上升 0.5%至 90.99，欧元、日元、人民币兑美元分别贬值 0.73%、0.62%和 0.31%，英镑兑美元升值 0.28%。

图9： 美元指数小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

张美慧，宏观分析师，东北财经大学硕士研究生，管理科学与工程专业，2017 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/