另一个视角看流动性收紧

2021 年 01 月 29 日

观点

- 本周央行的持续净回笼导致货币市场利率飙升，从国内因素来看，机构加杠杆、资产价格泡沫固然是央行所担忧的；但我们认为外部因素亦有可能影响到央行的货币投放，并且这一因素的影响在春节后可能进一步显现。
- **这一外部因素便是结售汇顺差的走高。**2020 年虽然中国的贸易顺差持续扩大，但银行的代客结售汇顺差则在多数时间保持平稳，这是因为前三季度的人民币走势尚未形成持续的升值预期，因此市场主体的结汇意愿并不强烈。**然而，随着四季度以来人民币升值逐渐成为一致性预期，银行贷款结售汇顺差在 12 月陡升至 652 亿美元，创下近六年来的新高（图 1）。**鉴于上半年贸易顺差仍有望保持高位，只要人民币升值的一致性预期不被打破，我们认为这一结售汇顺差的走高是具有持续性的。
- **如果结售汇顺差持续走高，外汇占款或将迎来拐点。**汇率占款余额在 811 汇改后一度大幅下降，近年来则停滞不前，其主要受人民币贬值市场主体结汇意愿下降的影响，体现为结售汇顺差的低迷；而即便某一时期结售汇顺差持续转正，但由于人民币贬值预期下银行不愿向央行结汇，因此并未带来外汇占款的增加（图 2）。然而，在当前人民币升值预期下，市场主体持汇意愿正在增强，如果银行在收到企业和居民的持续结汇后不向央行结汇，其外汇头寸管理的难度也将加大。
- **1 月新增外汇占款有望转正。**12 月结售汇顺差飙升的同时，外汇占款出现负增长，如此显著的背离显然难以持续。如果年初银行将前期积累的外汇头寸向央行结汇，则 1 月外汇占款有望明显回升，而由于新增外汇占款带来的基础货币投放，央行可以不担心在公开市场上回收一部分流动性。
- **如果未来外汇占款持续转正，央行在公开市场货币净投放的意愿将明显降低。**虽然外汇占款的变化是个慢变量，但一旦拐点出现，则可以成为央行被动投放基础货币的渠道，这也就降低了央行主动通过公开市场投放基础货币的必要性。我们知道 2015 年以后正是外汇占款的萎缩，使得央行创新了基础货币投放的政策工具，而如果外汇占款随着结售汇顺差的飙升又回来了呢？
- **因此，未来仅通过公开市场操作判断市场流动性的意义可能下降。**尤其是在外汇占款重回基础货币投放渠道的可能性下，需要密切关注这种外部流动性的变化。

- **风险提示：**人民币汇率波动加大，国内资产价格持续上升

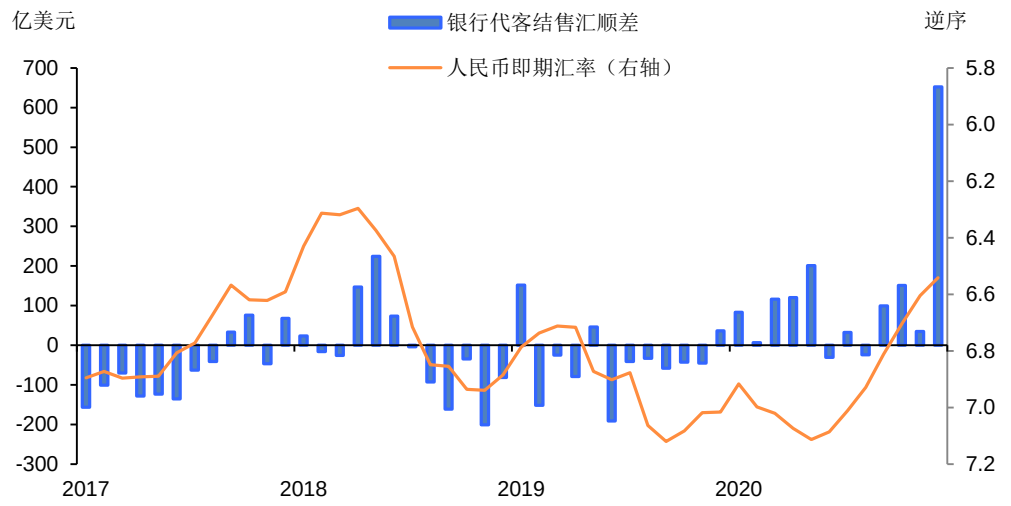
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210127：5400 万人不返乡如何带动二产增速？》2021-01-27
2、《宏观点评 20210126：哪些受益，哪些受损？》2021-01-26
3、《宏观点评 20210125：类杜邦分解下的 2021 年房地产投资》2021-01-25
4、《宏观点评 20210121：全球疫苗接种进展五问五答》2021-01-22
5、《宏观点评 20210120：一文前瞻拜登就职演说内容及影响》2021-01-20

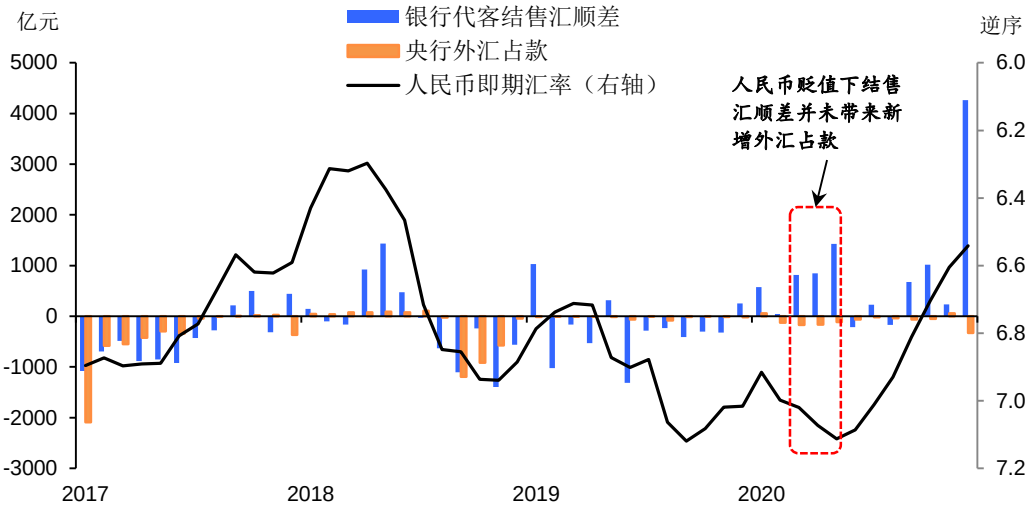
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：随着人民币升值一致性预期的形成，2020 年 12 月结售汇顺差大幅上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：汇率贬值时期，持续的结售汇顺差并未能带来外汇占款的增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

