

流动性潮起外汇占款

- 人民银行投放基础货币的途径主要有两条，分别是“主动投放工具”和“外汇占款”。2015 年之前，外汇占款是我国基础货币投放的主要渠道。而在 2015 年之后，人民银行则主要通过国内主动投放流动性工具来向市场放钱。
- 随着全球经济在新冠疫情爆发之后进入再循环，中国香港同中国大陆一道，见证了外需对经常账户顺差的明显带动。香港经常账户顺差的扩张带来了香港外汇储备的上升，外汇占款的更大量投放，并大幅推升了香港基础货币的结余量。而香港基础货币结余量的上升则有利于港股走强。
- 发生在中国香港的故事大概率会在中国大陆重演——中国大陆外汇储备将进入上升通道，带来外汇占款的更大量发放。2020 年 12 月，中国大陆商业银行代客结售汇顺差已显著攀升，预示外汇占款将显著增加。在全球再循环的格局下，分析国内流动性时需要注意到正在潮起的外汇占款。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2020 年新冠疫情爆发之后，全球经济进入了“再循环”状态。疫情爆发之后，发达经济体（尤其是美国）极其宽松的财政和货币政策明显刺激了经济总需求。同时，发达经济体的生产活动仍受疫情影响而显著弱于正常水平。因此，其需求扩张与我国已恢复正常的产能所结合，带动了中国对发达经济体出口的明显增长。这便是笔者在 2020 年 11 月发布的《全球再循环》一文中所阐述的“中国生产——美国消费”的全球再循环逻辑。考虑到全球经济正身处前所未有的强力需求刺激政策中，全球总需求将在疫情逐步受控后继续明显扩张，全球再循环会有相当强的持续性——至少持续到美国宽松政策退出之时。把中国当前旺盛的出口仅仅归结于订单转移（产能受疫情影响国家的订单转移到中国），将低估外需对中国经济拉动的程度和持续时间。（图表 1）

图表 1. 新冠疫情爆发之后，全球经济进入“再循环”状态



资料来源：万得，中银证券

不能用老眼光来分析已进入再循环的中国经济。在 2020 年 12 月发布的《全球再循环的资产价格含义》一文中，笔者曾论述：“随着全球再循环的启动，过去十年的经济分析框架不再完全适用于 2021 年——国内刺激政策退出的同时，中国经济将在外需拉动下迎来较为持续的复苏。”用过去十年的老眼光来看待再循环中的世界经济，将不仅仅误读实体经济，还会导致在货币金融分析中的偏颇。在全球再循环的大背景下，需要关注到外需通过外汇占款渠道对国内流动性的影响。

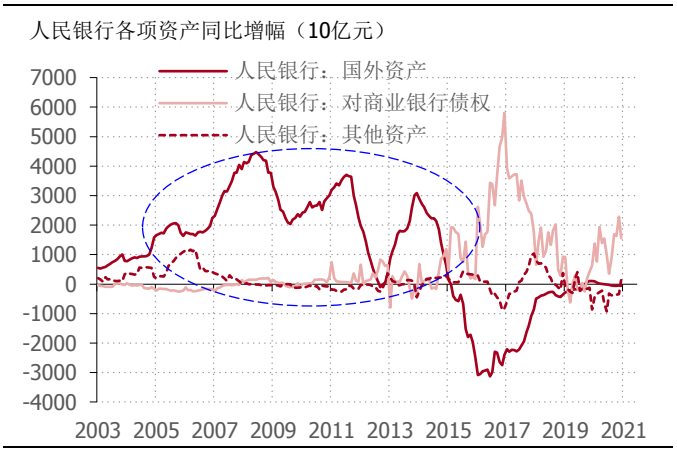
2015 年之后，人民银行主要通过国内主动投放流动性工具来向市场放钱。作为中国的中央银行，人民银行投放基础货币的途径主要有两条，分别是“主动投放工具”和“外汇占款”。主动投放是指人民银行通过各种手段借钱给国内商业银行。在这个过程中，商业银行获得人民银行借出的资金，并同时增加对人民银行的负债。近些年来央行时常使用的逆回购、MLF、PSL 等工具，本质上都是人民银行借钱给商业银行，属于国内主动投放流动性的工具。2015 年以来，人民银行向金融市场投放流动性几乎都通过国内主动投放工具进行，从而使得市场人士对 MLF、PSL 等一系列英文字母缩写相当敏感。

外汇占款是央行投放流动性的另一条重要途径。不过，人民银行的流动性投放并不总是通过国内主动投放工具来进行，外汇占款是另一条可选的路径。**所谓外汇占款，是中央银行为购买外国资产而发行的本币。**央行买入的外国资产将进入央行的外汇储备。当一个国家有较大贸易顺差的时候，这个国家会有较大规模的外汇流入——出口的顺差会换回等值的外汇。由于外汇流入本国之后无法直接使用，持有外汇的居民和企业有把外币换成本币的需求。换汇行为会推升市场上对本币的需求，从而给本币带来升值压力。如果本国央行不希望本币过度升值，就得在市场上卖出本币，买入外币。这里卖出的本币就是外汇占款。当然，央行也可以选择不发放外汇占款，但那样将会带来本币的快速升值。

从央行的角度来看，外汇占款的发放相对被动。与“主动投放工具”不同，央行在外汇占款的发放上是相对被动的。**一方面，外汇占款不是央行想发就能发的。**要向经济发放外汇占款，前提是经济中居民、企业拥有外汇，且愿意把外汇换成本币。如果经济中没多少外汇，央行想买外汇也买不到，外汇占款自然发不出去。**另一方面，外汇占款也不是央行想不发就能不发的。**理论上，不管经济中外汇有多少，外币换本币的需求有多强，央行都可以将其无视。但那样一来，本币将因为供不应求而有很强的升值压力。这种升值压力往往是央行不愿看见的（想想本币升值对出口企业的打击）。因此，当外汇大量流入，经济中用外币兑换本币的需求很强的时候，央行往往只能被动地发放外汇占款。

2015 年之前，外汇占款才是我国基础货币投放的主要渠道。在 2015 年之前，我国持续的贸易顺差换回了大量外汇。此外，当时人民币的升值预期也使得海外资本大量流入国内（俗称的“热钱流入”）。面对这样的情况，人民银行每年都要大量买入外汇，同时放出大量外汇占款。由于当时外汇占款的数量是如此之大，人民银行头疼的反倒是如何通过发行央行票据及提高存款准备金率等手段来冲销外汇占款，以防止金融市场因外汇占款的发放而流动性泛滥。但 2015 年“811 汇改”之后，人民币贬值预期陡然升温，国内资本流出压力明显增大。从那之后，我国外汇储备进入了下行通道，人民银行反而需要卖出外汇，收回人民币，以满足市场中人民币换成外汇的需求。从那之后，人民银行的外汇占款发放规模就一直很小，因而才需要利用各种主动投放工具来向市场投放基础货币。（图表 2）

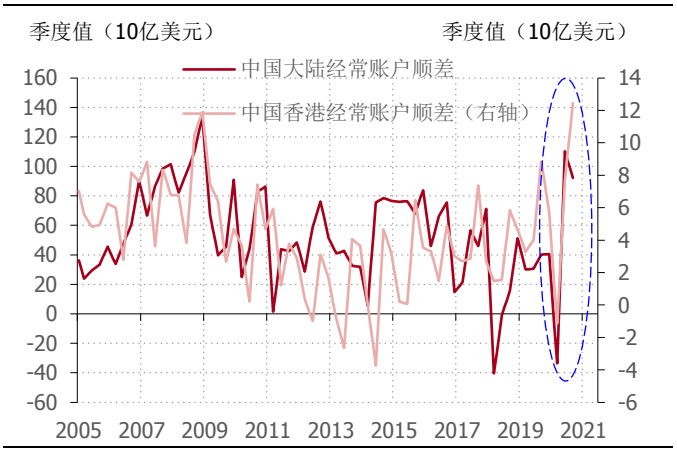
图表 2. 购买国外资产所发放的外汇占款曾是我国基础货币投放的主要手段



资料来源：万得，中银证券

全球再循环中，中国香港随同中国大陆一道，见证了外需对经常账户顺差的明显带动。通过外汇占款这一途径，央行的货币政策与一个经济体的国际收支联系了起来。贸易顺差国（经常账户顺差国）通常会有外汇占款带来的基础货币投放。新冠疫情爆发之后，全球总需求在宽松政策推动下走强，且其他国家生产活动受疫情负面影响，这使得我国出口明显扩张，令我国经常账户顺差从 2020 年 2 季度开始明显走高。香港作为中国大陆商品出口的一个重要通道，其经常账户顺差也在新冠疫情爆发之后明显扩大，并在 2020 年 3 季度创下了十多年来的新高。中国大陆和中国香港经常账户顺差的明显放大会对两地流动性带来影响。（图表 3）

图表 3. 新冠疫情爆发后，中国大陆与中国香港的经常账户顺差都明显扩张



资料来源：万得，中银证券

香港经常账户顺差的扩张带来了香港外汇储备的上升，并大幅推升了香港基础货币的结余量。在中国香港，经常账户顺差扩张给本地带来了更多外汇。香港与美国之间实行的是“货币局制度”（currency board），香港货币当局有义务维持港币与美元之间的固定汇率。因此，在更多外汇来到香港的同时，香港货币当局需要买入美元，放出外汇占款来抑制港币对美元的升值压力。这样一来，经常账户顺差的扩张就自然演变成了外汇储备的上升，以及因为外汇占款增加而来的更多基础货币投放。2020 年下半年，香港基础货币结余量大幅攀升，并在 2020 年底创下了近十年来的最高水平。（图表 4）

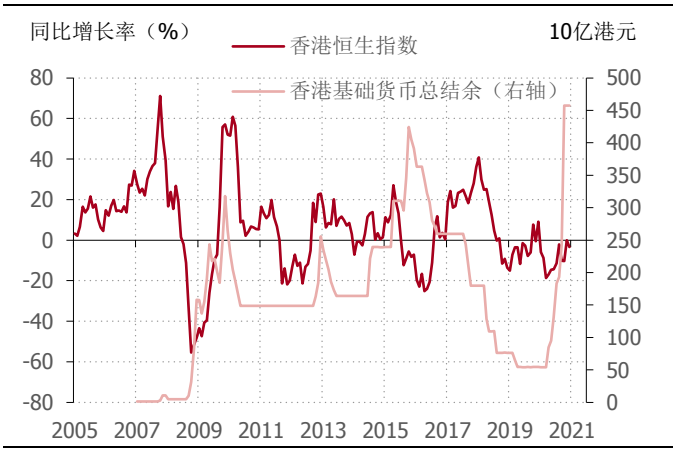
图表 4. 新冠疫情爆发之后，香港的外汇储备明显增加，基础货币总结余量创出十多年新高



资料来源：万得，中银证券

香港基础货币结余量的上升有利于港股走强。通常来说，基础货币越多，金融市场流动性越充裕，金融资产价格越高。香港的历史经验也证实了这一点——基础货币上升一般伴随着恒生指数的上扬。过去十年中唯一的例外是 2015 年——当时香港的基础货币结余量虽然明显上升，但港股受 A 股“股灾”的影响却明显走低。进入 2021 年，全球股市都在同步走强，没有像 2015 年 A 股“股灾”那样极端外部负面影响的拖累，恒生指数更容易受香港基础货币增加的带动而走强。（图表 5）

图表 5. 除受到 A 股“股灾”影响的 2015 年外，香港基础货币结余量的上升总是倾向于推升港股股指



资料来源：万得，中银证券

当前，港股与 A 股和美股的比价都处在低位，有利于港股在流动性推动下的上扬。尽管流动性只是决定股价的一个因素。但是，考虑到当前港股恒生指数相比 A 股上证综指和美股标普 500 指数的比价都处在较低水平，基础货币增加对港股的推动作用会更容易体现出来。（图表 6）

图表 6. 恒生指数与 A 股上证综指及美国标普 500 指数的比价都处在低位



资料来源：万得，中银证券

发生在中国香港的故事也大概率会在中国大陆出现——中国大陆外汇储备将进入上升通道，带来更多外汇占款的发放。从经常账户顺差扩张到外汇占款增加的逻辑链条已经在香港显现。这条逻辑链条也应该在中国大陆浮现。事实上，在 2020 年下半年，大陆居民和企业在银行的外汇存款规模就已经明显上升。但居民和企业外汇存款的增加尚未传导至我国外汇储备。直到 2020 年底，我国外储的增速都处在低位。这一方面可能是居民和企业结汇的意愿不强所致，另一方面则可能是人民银行在有意控制结汇规模（也就是外汇占款的发放规模）。但正如前文所分析的，如果民间外汇存款持续增加，而人民银行又主动压低外汇占款的规模，人民币的升值压力会越来越大。考虑到全球再循环对我国外需拉动的持续性，外汇流入我国应当是一个较为长期的过程。这种情况下，人民银行加大外汇占款发放，更快累积外汇储备是大概率事件。（图表 7）

图表 7. 随着中国大陆居民企业外汇存款增速的走高，大陆外汇储备将进入上升通道



资料来源：万得，中银证券

2020 年 12 月，中国大陆商业银行代客结售汇顺差已显著攀升，预示外汇占款将显著增加。与外汇占款紧密相关的一个指标是商业银行代客结售汇顺差。这个顺差反映了商业银行体系给居民和企业结汇的净额（银行从居民企业买入外汇的数量减去银行卖给居民企业的外汇数量）。由于商业银行自身持有外汇的能力和意愿有限（商业银行持有的外汇并不能帮助其开展人民币业务），所以结售汇顺差最终会由人民银行接盘，变成外汇储备的增加，带来外汇占款的发放。2020 年 12 月，商业银行结售汇顺差规模陡然上升，创出了 2014 年 2 月以来的最高水平。而同期，人民银行资产负债表中的外汇占款一项却小幅下降。但从过去经验来看，这二者不可能长期显著背离。展望未来，人民银行外汇占款的大幅增加应该是大概率事件。（图表 8）

图表 8. 中国大陆商业银行代客结售汇顺差已明显上升，预示人民银行外汇占款将显著上升



资料来源：万得，中银证券

全球再循环格局下，分析国内流动性时需要注意到流动性正在潮起外汇占款。2015 年以来，人民银行投放基础货币主要靠逆回购、MLF 等主动投放工具来实现。这使得投资者们把关注点更多放在了央行各类主动流动性投放工具的使用上。但随着全球在疫情之后进入再循环，我国出口走强、贸易顺差扩张、国内外储上升、外汇占款增加的局面正在重新浮现。在外汇占款逐步涨潮的时候，国内金融市场和实体经济的流动性状况应该不会太差。（完）

参考文献

[1] 徐高，2020 年 11 月 24 日，《全球再循环》，https://www.bocichina.com/Details/detail/?id=dataindex3350969。

[2] 徐高，2020 年 12 月 18 日，《全球再循环的资产价格含义》，https://www.bocichina.com/Details/detail?id=dataindex3351001。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371