

流动性新启示：跨境贸易人民币结算与外汇占款“被增长”



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084

联系人

蔡 健

0755-82364415

caijian@mail.htlhc.com.cn

主要观点:

- 今年 6 月跨境贸易人民币结算试点扩容以来, 结算规模快速上升, 且进口结算比重高达 85% 以上; 结算结构的失衡导致外汇占款“被增长”, 即规模上升, 但不构成基础货币投放压力。

一、跨境贸易人民币结算发展迅速

- 2010 年 6 月跨境贸易人民币结算扩大试点以来, 规模增长异常显著。我们估计今年结算规模接近 5000 亿元, 占外贸结算总额比重约 2%; 照此趋势, 即使不考虑加速度, 假定 2011 年各季度结算规模与四季度相当, 全年亦将达 1 万亿元以上。

二、跨境贸易人民币结算结构失衡导致外汇占款“被增长”

- 跨境贸易人民币结算结构失衡体现在进口结算比重偏高, 目前估计为 85% - 90%。它反映境外人民币需求旺盛, 这与人民币升值预期和中外利差水平相关。
- 在现有结算结构下, 银行体系售汇比结汇减少更多, 从而导致外汇占款“被增长”。我们估计目前跨境贸易人民币结算规模的 70% 将直接构成外汇占款的增量。在中性情形假设下, 2011 年跨境贸易人民币结算对外汇占款的贡献度将达 20%。

三、对流动性的影响与启示

- 跨境贸易人民币结算并未直接导致额外的基础货币投放。原因在于, 其导致的外汇占款增加额等同于对外货币输出金额, 二者互相抵消、自然对冲。
- 由于跨境贸易人民币结算导致境内购汇需求下降, 人民币升值压力会因此有所上升, 这将对“热钱”的流动产生影响。

- 本报告创新之处:** 将跨境贸易人民币结算这一新因素引入流动性分析框架, 分析其作用机制并进行定量评估。

目 录

一、跨境贸易人民币结算发展迅速	4
二、跨境贸易人民币结算结构失衡导致外汇占款“被增长”	5
2.1 结构失衡：进口结算占比高	5
2.2 外汇占款“被增长”	6
三、小结：对流动性的影响与启示	7

图表目录

图 1:	2010 年前三季度跨境贸易人民币结算发生额	4
图 2:	跨境贸易人民币结算累计发生额	4
图 3:	境内代理银行为境外参加银行开立人民币同业往来账户个数及账户余额 ..	5
图 4:	跨境贸易人民币结算集中于货物贸易进口	5
图 5:	2010 年下半年香港银行人民币存款暴增	6
图 6:	香港银行人民币存款变动与升值预期和中外利差有关	6
图 7:	跨境贸易人民币结算与外汇占款“被增长”机制	6
图 8:	与 2008 年上半年比, 2010 年下半年升值预期相对温和、利差水平相当, 但外汇占款增加较多	7
图 9:	2010 年下半年外汇占款口径“热钱”上升快	7
表 1:	近年跨境贸易人民币结算重大事件	4
表 2:	相关人士对跨境贸易人民币结算规模的预期和估计	5
表 3:	2010 年跨境贸易人民币结算对外汇占款影响	6
表 4:	2011 年跨境贸易人民币结算对外汇占款贡献度敏感性测算	7

本报告研究发现：今年6月跨境贸易人民币结算试点扩容以来，结算规模快速上升，且进口结算比重高达85%以上；结算结构的失衡导致外汇占款“被增长”，即规模上升，但不构成基础货币投放压力。

一、跨境贸易人民币结算发展迅速

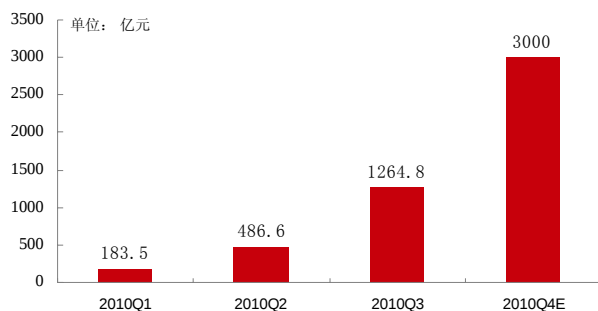
2010年6月跨境贸易人民币结算扩大试点以来，规模增长异常显著，截至2010年11月，结算累计发生额超过4000亿元，几乎相当于2009年末的100倍（表1，图1、图2、图3）。

表 1：近年跨境贸易人民币结算重大事件

时间	事件
2009年4月8日	温家宝主持召开国务院常务会议,决定,在上海市和广东省广州、深圳、珠海、东莞4城市开展跨境贸易人民币结算试点
2009年7月	1日,人民银行等六部委公布实施《跨境贸易人民币结算试点管理办法》; 3日,人民银行印发《跨境贸易人民币结算试点管理办法实施细则》
2010年6月22日	中国人民银行等六部委联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》(银发[2010]186号),扩大跨境贸易人民币结算试点范围至20个省市,境外地域由港澳、东盟地区扩展到所有国家和地区。
2010年7月19日	中国人民银行与中银香港签署修订后的《香港银行人民币业务的清算协议》
2010年8月16日	中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》(银发[2010]217号)
2010年9月2日	中国人民银行发布《境外机构人民币银行结算账户管理办法》(银发〔2010〕249号),明确境外机构可申请在银行开立人民币银行结算账户,用于依法开展的各项跨境人民币业务
2010年12月6日	央行宣布审定16个省市共计67359家企业参加出口货物贸易人民币结算试点,6-11月各试点地区银行累计办理跨境贸易人民币结算业务3400亿元

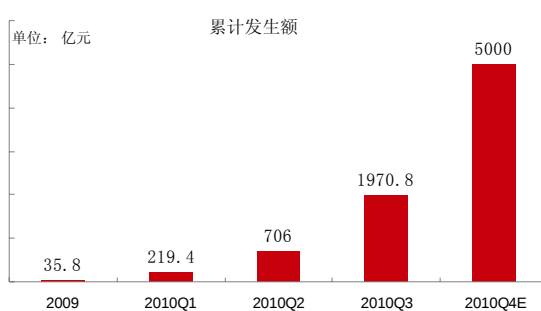
资料来源：根据公开资料整理；华泰联合证券研究所

图 1： 2010 年前三季度跨境贸易人民币结算发生额



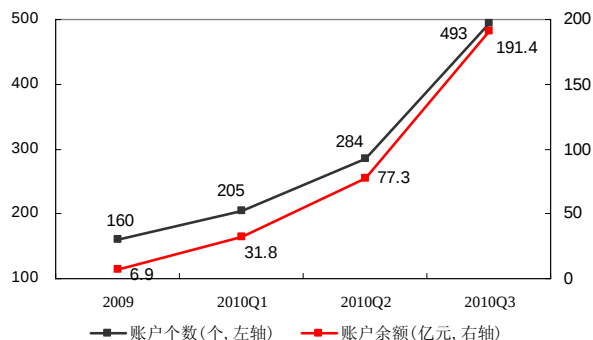
资料来源：中国人民银行，华泰联合证券研究所

图 2： 跨境贸易人民币结算累计发生额



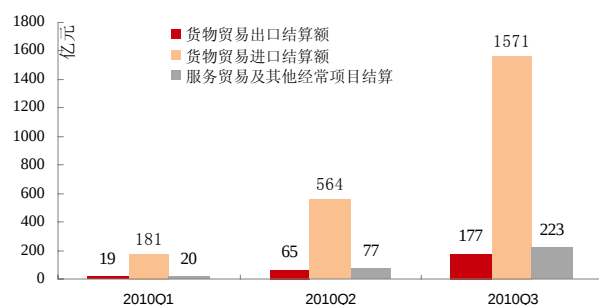
资料来源：中国人民银行，华泰联合证券研究所

图 3： 境内代理银行为境外参加银行开立人民币同业往来账户个数及账户余额



资料来源：中国人民银行，华泰联合证券研究所

图 4： 跨境贸易人民币结算集中于货物贸易进口



资料来源：中国人民银行，华泰联合证券研究所

根据央行披露的情况可以推算，10 月和 11 月跨境贸易人民币结算规模平均为 1000 亿元左右，据此，我们预计四季度结算发生额为 3000 亿元，全年结算规模接近 5000 亿元，占外贸结算总额比重约 2%。照此趋势，即使不考虑加速度，假定 2011 年各季度结算规模与四季度相当，全年亦将达 1 万亿元以上。

表 2：相关人士对跨境贸易人民币结算规模的预期和估计

时间	事件
11 月 15 日 央行国际司副司长金中夏	中国计划加大跨境贸易人民币结算规模，将本币结算比例提高 10 倍，达到贸易总额的 20%，相当于人民币 2.5 万亿元以上（但未给出具体时限）
12 月 4 日 上海银监局副局长张光平	预计 2010 年跨境贸易人民币结算占外贸结算总额比重将达 2% 上下
交通银行首席经济学家连平	预计 2011 年明年跨境贸易人民币结算规模达到 1 万亿，未来扩张速度将会非常快，3-5 年内总量有望突破 5 万亿元，占整个外贸结算总额会在 10% 以上
12 月 13 日 汇丰亚太区行政总裁王冬胜	2011 年香港人民币贸易结算量将至少倍增，达逾 3400 亿元人民币
12 月 14 日 中国银行公司金融总部总经理程军	跨境人民币贸易结算到目前为止发展势头很好，今年预计能够达到 5000 亿美元使用人民币结算的进出口业务

资料来源：根据公开资料整理；华泰联合证券研究所

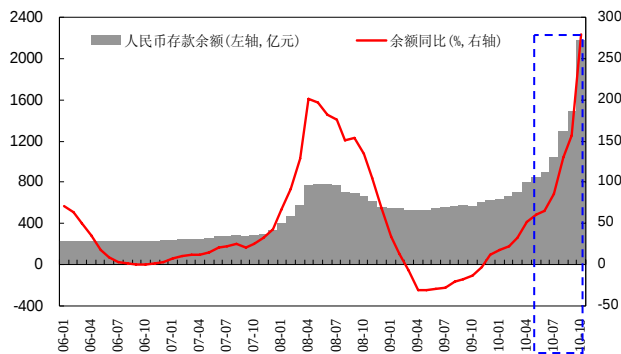
二、跨境贸易人民币结算结构失衡导致外汇占款“被增长”

2.1 结构失衡：进口结算占比高

跨境贸易人民币结算结构失衡体现在进口结算比重偏高。从 2010 年前三季度情况看，货物贸易进口结算占比达 80%，货物贸易出口、服务贸易及其他经常项目结算占比分别为 9% 和 11%（图 4）。考虑到我国服务贸易处于逆差，则进口结算占比应在 85% 至 90% 之间。

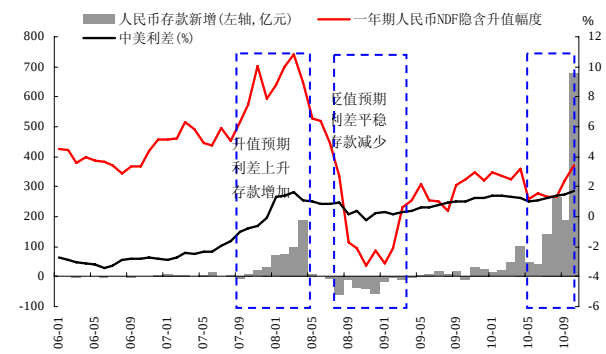
进口结算占比高反映境外人民币需求旺盛，这与人民币升值预期和中外利差水平相关。香港地区银行人民币存款可作为境外人民币需求的观察指标，从历史上看，2007 年下半年至 2008 年上半年出现升值预期且中美利差上升时，该指标上升明显，随后一年内的情况则与之相反（图 5、图 6）。另外，近期监管部门发文规定境外企业人民币结算账户（NRA）只能以活期存款利率计息，这也侧面证实利差因素是进口结算占比偏高的重要诱因。

图 5：2010 年下半年香港银行人民币存款暴增



资料来源：Wind, CEIC, 华泰联合证券研究所

图 6：香港银行人民币存款变动与升值预期和中美利差有关^①

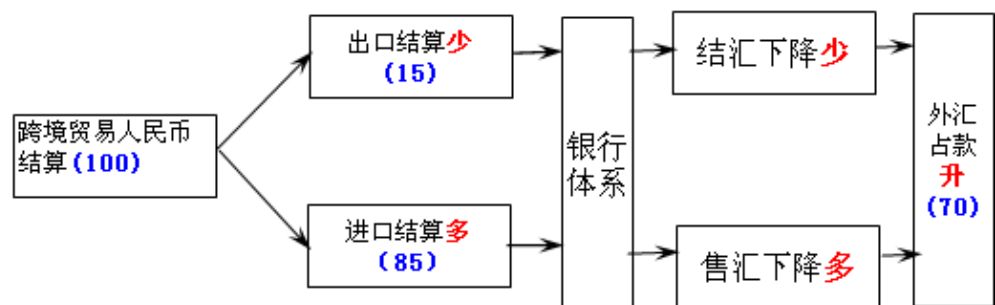


资料来源：Wind, CEIC, 华泰联合证券研究所

2.2 外汇占款“被增长”

在其他条件均不变的假设下，跨境贸易人民币结算结构上的失衡将导致银行体系售汇比结汇下降更多，由此导致外汇占款“被增长”，其影响机制如下图（图 7）所示。从现有情况看，我们可大致认为跨境贸易人民币结算中，进口结算占比 85%，出口结算占比 15%，则总体结算规模的 70%将直接构成外汇占款的增量。

图 7：跨境贸易人民币结算与外汇占款“被增长”机制



资料来源：华泰联合证券研究所

表 3：2010 年跨境贸易人民币结算对外汇占款影响

	新增外汇占款 (亿元)	跨境贸易人民币结算(亿元)		
		结算规模	对外汇占款贡献	贡献度
2010Q1	7478	183.5	128.5	1.7%
2010Q2	5350	486.6	340.6	6.4%
2010Q3	7323	1264.8	885.4	12.1%
2010Q4E	12000	3000	2100	17.5%

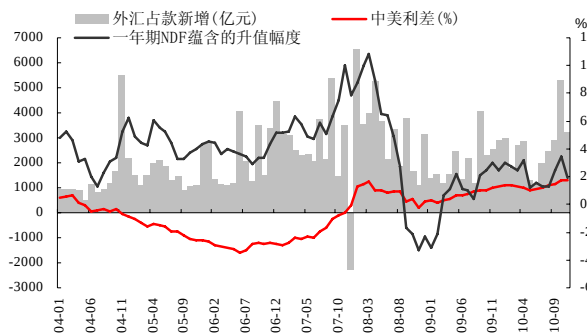
资料来源：华泰联合证券研究所

由表 3 不难发现，2010 年以来跨境贸易人民币结算对新增外汇占款的贡献度呈上升趋势，四季度预计达 17.5%。这至少部份解释了，为什么与 2007 年下半年至 2008

^① 此处中美利差为一年期人民币存款利率与一年期美元 libor 之差。

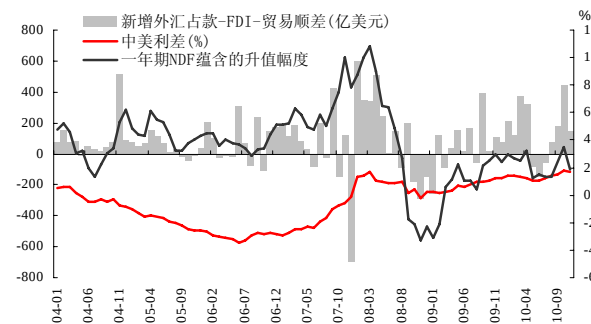
年上半年相比，今年 6 月汇改重启以来人民币升值预期和中美利差水平并不突出，但外汇占款上升却如此之快。

图 8：与 2008 年上半年比，2010 年下半年升值预期相对温和、利差水平相当，但外汇占款增加较多



资料来源：Wind, CEIC, 华泰联合证券研究所

图 9：2010 年下半年外汇占款口径“热钱”上升快



资料来源：Wind, CEIC, 华泰联合证券研究所

进一步，我们可以测算 2011 年跨境贸易人民币结算将造成的外汇占款增量。在中性情形下，假定：1) 2011 年结算规模为 1 万亿元，占贸易结算规模比重达 4.5%，2) 进口结算占比小幅下降至 80%，则将造成外汇占款额外增加 6000 亿元，3) 2011 年新增外汇占款 3 万亿，则跨境贸易人民币结算贡献度达 20%（表 4）。

表4：2011 年跨境贸易人民币结算对外汇占款贡献度敏感性测算

假设 1：2011 年结算总规模达 1 万亿元，占贸易结算规模比重达 4.5%				
假设 2：全年外汇占款新增	假设 3：进口结算占比			
	85%	80%	75%	70%
2.5 万亿	28.0%	24.0%	20.0%	16.0%
3 万亿	23.3%	20.0%	16.7%	13.3%
3.5 万亿	20.0%	17.1%	14.3%	11.4%
4 万亿	17.5%	15.0%	12.5%	10.0%

资料来源：华泰联合证券研究所

三、小结：对流动性的影响与启示

1、跨境贸易人民币结算已成为贸易顺差和 FDI 之外新的外汇占款来源，其影响大小取决于 1) 结算规模和结构，2) 人民币汇率升值预期和中外利差。

2、跨境贸易人民币结算不影响货币投放。由图 7 可直观看出，其导致的外汇占款增加额等同于对外货币输出金额，二者完全互相抵消、自然对冲。换言之，站在货币当局的角度看，它并未造成额外的基础货币投放，进而造成流动性扩张压力，但是其中风险则在于，结算是否具有真实的贸易背景。从上述角度看，今年下半年的外汇占款存在一定的虚高，或谓之“泡沫”。

3、由于跨境贸易人民币结算导致境内购汇需求下降，人民币升值压力会因此有所上升，这将对“热钱”的流动产生影响。

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn