

宏观快报

2011 年 12 月 08 日

货币政策拇指法则之变：谈外汇占款减少

宏观经济高级分析师：李明亮

SAC 执业证书编号：S0850511010039

lml@htsec.com

021-23219434

联系人：李宁

lin@htsec.com

021-23219431

外汇占款广义上是指全部金融机构外币兑换本币的总量。狭义上主要指央行购买外汇投放的相应的基础货币总额。央行资产负债表里面有 23.3 万亿的外汇，其他存款性银行只有 2.2 万亿。

市场之所以这么关注外汇占款，主要因为外汇占款在我国是基础货币投放的主要渠道，流动性的源头。我国的货币政策是通过控制数量来实现的。截止 2011 年 10 月份，央行资产负债表的总负债是 28.57 万亿，其中储备货币（也就是基础货币）的余额是 21.18 万亿，占总负债的 74.5%。资产中外汇资产 23.3 万亿，占总资产的 81.5%。基础货币与外汇资产差额为 2.01 万亿。而央行票据和正回购的余额为 2.15 万亿。也就是说，央行透过外汇占款投放基础货币，并利用央票和正回购对冲过量的需求。这里可以看到央行实际上只对冲掉 10% 都不到的基础货币，那么大量的基础货币投放一定会推高总的货币供应。央行为了控制基础货币对冲不足，需要不断降低货币乘数，也就是要不断上调存款准备金率。可以看到，十几年来法定存款准备金率的中枢一直在提高。

我们可以总结中国货币政策执行的拇指法则：确定了合意的货币供应目标，央行根据外汇占款的量，做适当对冲后，调整存款准备金率。

最近的一次外汇占款减少在 2007 年末，因为政府发行了特别国债向央行购买外汇成立主权财富基金。过去 10 年外汇占款一直在增加。很显然，外汇占款增加是因为外汇增加。过去十年我们国家的高储蓄率和低效率的金融体制导致的持续的双顺差是外汇不断积累的主要原因。外汇大规模进入中国的渠道主要是外贸顺差和 FDI，分别记在国际收支平衡表里的经常项目下和资本和金融项目下，高储蓄率对应高顺差，低效的金融体制没有让高储蓄转化为高投资，反而吸引了国外的储蓄（FDI）进入中国。2008 年之前外汇管制要求所有外汇强制结汇，基本上全部外汇都会进入央行。2008 年之后尽管取消了强制结汇，意欲藏汇于民，但是由于人民币升值预期，私人部门持汇意愿较弱，结汇意愿较强，大部分外汇也都流向了央行。

外汇占款的这个时点净减少有长期因素也有短期因素，长期因素是我国的高储蓄不可持续，双顺差不可持续。人民币在 2005 年汇改以来累计升值接近 25%，人民币升值预期已经没有那么稳定。短期中国经济基本面恶化，明年经济增长回落，货币政策宽松，市场利率逐步下降。海外风险厌恶情绪依然很重，美元流动性收缩，11 月 30 日全球 6 大央行进一步下调了美元的互换利率验证了这一点。资本的确在外流。

实际上，外汇占款作为货币投放的渠道是不得已而为之。央行没有义务吸收外币。央行要确保汇率稳定可控，不得不干预外汇市场。强制结汇下，所有外汇都流入央行。不强制结汇，流入央行的外汇取决于私人部门的持汇意愿，持汇意愿又取决于对结算汇率的预期。10 月份外汇占款减少了 248.92 亿元，其中央行的外汇资产减少了 893 亿。说明居民的持汇意愿也在上升。

明年来看，外汇流入肯定还是净增加的，确定性主要来自于经常项目顺差，明年投资回落，高储蓄有一定粘性，必然有经常项目顺差。不确定性的地方在于资本项目下的流入，上半年受经济基本面影响可能会继续减少，下半年会有所恢复。总之双顺差有体制上的原因，双顺差逆转的条件变化缓慢，逆转不会发生在明年。估计明年外汇流入在 2000 亿美元左右。

外汇占款在央行减少的量就等于边际上投放的基础货币减少。这是技术性减少，可以用技术应对。因此外汇占款短期的波动对流动性的影响只存在心理层面。技术上央行可以用应对外汇占款增加相对的策略应对外汇占款减少。中国人民银行

行需要确保人民币值稳定。币值稳定包含两层意思既不能通缩也不能通胀。有外汇占款流出央行，流入银行和实体经济，可能导致通胀需要对冲和上调存款准备金率。反过来外汇占款不断减少，有可能货币供应不足。央行可以注入流动性，减少央票和正回购发行，增加逆回购，下调存款准备金率确保合意的货币供应。

外汇作为货币投放渠道，以前我们只知道被动，现在明白了还不稳定。法定准备金率不能过于频繁的调整。外汇占款的减少应该令央行反思完善价格型工具。成熟国家的央行都是用价格工具控制货币供应，也就是说货币供应本不需要外汇占款，央行也没有义务吸收外币。美联储没有大量外汇占款，欧洲央行也没有外汇占款，他们怎么控制货币供应。FED 和 ECB 控制货币供应主要通过控制关键利率，量化宽松是非常规的货币政策。利率低，信贷需求增加，自然货币供应增加（前提是健康的银行，确保货币传导机制通畅）。FED 的货币政策工具主要是透过公开市场操作控制联邦基金利率，美联储会公布在一定时间段的目标联邦基金利率。另外 FED 还提供三种贴现窗口，Primary Credit、Secondary Credit 和 Seasonal Credit。第一种提供给成熟的存款性金融机构，利率比联邦基金利率高，期限通常是隔夜；第二种提供给没有资格得到第一种形式贷款的存款性金融机构，利率更高一点，期限通常是隔夜；第三种主要提供不符合第一种形式贴现的小银行，通常位于农村或者旅游区，利率根据市场浮动，期限可以更长。通常讲的美联储贴现窗口的利率是指第一种形式的贴现利率。目前 Fed Funds Target 是 0 - 0.25%；Primary Credit Discount Rate 是 0.75%；Secondary Credit Discount Rate 是 1.25%；Seasonal Credit Discount Rate 是 0.25%。美联储承诺维持在低利率水平至 2013 年中期。

ECB 的货币政策工具主要控制 3 个利率，分别称为：Main refinancing operations (fixed rate)；Marginal lending facility；Deposit facility；ECB 在公布利率调整的时候一般会同时公布这 3 个利率。Main refinancing operations 是一个 1 周逆回购；Marginal lending facility 是指隔夜的逆回购，为银行提供流动性。Deposit facility 是一个隔夜的正回购，吸收银行的流动性。通常我们说的 ECB 加息还是降息，指的是 Main refinancing operations (fixed rate)；三种关键利率目前分别为 1.25%，2% 和 0.5%。

中国的货币政策执行由数量型转型至价格型至少要做 3 件事：1. 减少对外汇市场的干预，接受更大汇率的弹性；2. 利率市场化，利率市场化有个节奏，2003 年 2 月，中国人民银行在《2002 年中国货币政策执行报告》中公布了中国利率市场化改革的总体思路：先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额。目前只做到外币利率市场化。3. 确定基准利率。目前央行利率调节主要有两个方法：即直接调整存贷款基准利率和通过公开市场操作引导市场利率走势，间接影响利率体系。一般央行的货币政策执行目标基本都包括隔夜的拆解利率。隔夜或者一周 Shibor 最有可能成为央行未来的货币政策执行目标。

当然，我们不能看的太远，央行下一步是放开贷款利率的下限。看的再短期一点，央行最近最可能的是放松目前贷款基准利率 90% 的下浮幅度限制（预计先下调至 80%）。

信息披露

分析师声明

李明亮：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。