



2011.12.20

外汇无关信贷，信贷决定货币

——外汇占款研究系列一

	姜超	吕春杰	汪进	王喆
	021-38676430	021-38676051	021-38674624	021-38676049
	jiangchao6164	lvchunjie	wangjin008085	wangzhe
编号	S0880511010045	S0880511010058	S0880511080005	S0880511080008

本报告导读：

本报告对外汇占款对信贷投放的影响进行分析。

摘要：

- 央行公布数据表明，11月外汇占款下降279亿，热钱大幅流出，均连续两月减少，同时也引发了对未来信贷、货币投放的担忧。台湾80年代的贬值和热钱流出后恰对应着信贷和货币减速期，也很容易给人外汇流出影响货币创造能力的印象。
- 事实上，1987-1989年台湾地区外汇占款增长明显放缓，但其贷款增速从不到10%上升至40%以上，减少了外汇大幅流出对货币增速和经济的拖累；1988-1992年，德国同样面临持续的资金流出，但贷款增速反而大幅上升，其货币供应量增速也从6%左右一度升至26%。台湾地区和德国的例子说明资金外流与其信贷投放能力无关，对货币增速影响有限。
- 中国信贷余额与外汇占款增速之间的关系并不明显。1998-2000年外汇占款增速大幅下滑至10%以下，而同期信贷增速相对较高，09年外汇占款增速大幅下降至14.6%，完全无碍于当年信贷增速攀升至31.4%。与海外经验一致，中国外汇占款的下降完全无碍于信贷投放的增长。
- 从M2与外汇占款增速走势看，98年以后中国外汇占款增速显著下降，但M2增速保持稳定。05至09年外汇占款增速持续下降，但M2增速稳中有升。
- 从信贷与M2的关系看，中国信贷增速与M2增速的走势也基本一致。如果考虑到未来外汇占款增长放缓的影响，外汇占款对货币供应量的影响将进一步减弱，而信贷对M2增长影响可能会进一步上升。

宏观研究团队

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

王喆

021-38676049

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《货币宽松确认，信贷宽松在望》

2011.12.01

《储蓄率下降与金融危机》

2011.11.10

《债市先涨，股市后涨！》

2011.11.09

《财政政策透支未来》

2011.10.25

《人民币离岸市场及贸易结算与货币统计》

2011.09.04

目 录

海外经验	3
1. 汇率影响资金流向	3
2. 外汇短期冲击货币	3
3. 外汇无关信贷增长	4
4. 信贷决定货币供应	5
中国经验	6
1. 外汇占款贡献下降	6
2. 外汇无碍信贷增长	7
3. 外汇对货币冲击有限	7
4. 信贷更能决定货币	7

海外经验

央行公布数据表明，11月外汇占款下降279亿，热钱大幅流出，均连续两月减少，同时也引发了对未来信贷、货币投放的担忧。台湾80年代的贬值和热钱流出后恰对应着信贷和货币减速期，也很容易给人外汇流出影响货币创造能力的印象。

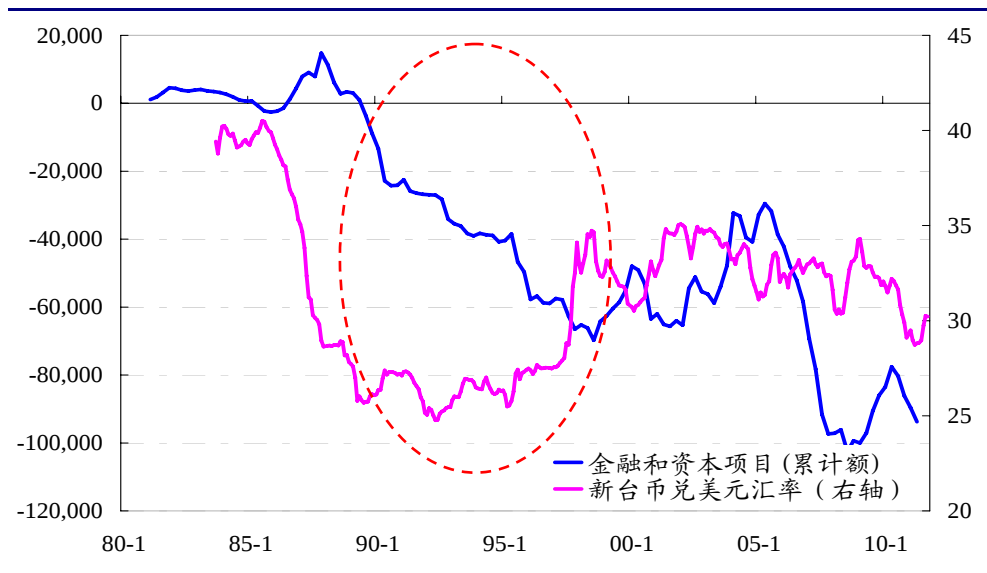
事实上，1987-1989年台湾地区外汇占款增长明显放缓，但其贷款增速从不到10%上升至40%以上，减少了外汇大幅流出对货币增速和经济的拖累；1988-1992年，德国同样面临持续的资金流出，但贷款增速反而大幅上升，其货币供应量增速也从6%左右一度升至26%。台湾地区和德国的例子说明资金外流与其信贷投放能力无关，对货币增速影响有限。

1. 汇率影响资金流向

一个国家或地区的国际资金流动情况通常与该国汇率同步。1985-1987年间，新台币汇率的快速大幅升值使得台湾地区金融和资本项目出现大幅顺差。但此后，随着新台币升值的放缓甚至贬值的出现，资金持续从台湾地区流出。

图1 台湾资金流动和汇率情况

左轴：百万美元；右轴：1



数据来源：国泰君安证券研究所，CEIC

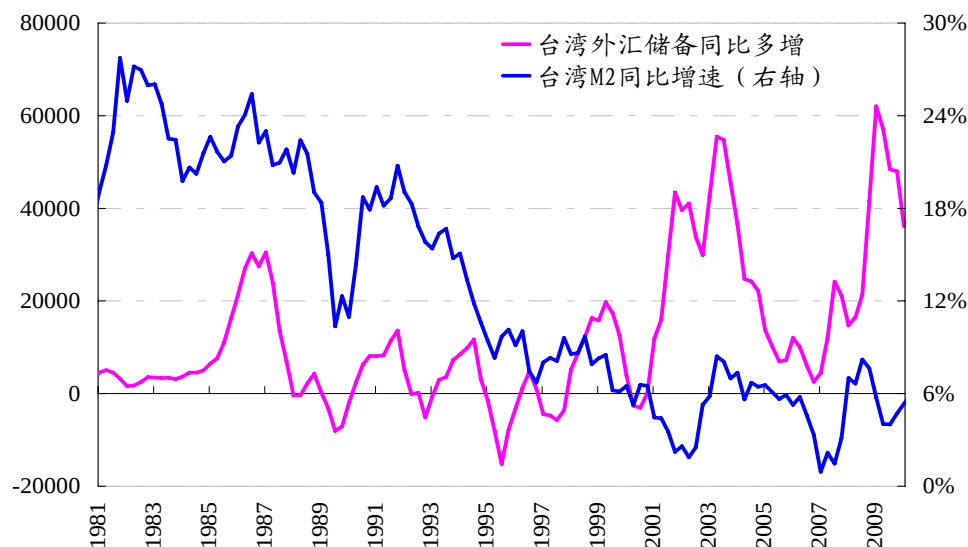
2. 外汇短期冲击货币

金融和资本项目的流出也引起台湾地区外汇储备减少，并对货币供应形成冲击。我们发现1987年后，外汇占款的同比多增出现明显下滑，而M2增速也从25%左右的水平逐步回落。

但值得注意的是，2001年后台湾外汇储备再次大增，但M2增速依然维持在低位。由此可见，外汇流出在短期内或会影响货币增速，但在长期内对货币增速影响不大。

图 2 台湾外汇储备同比多增和 M2 同比增速

左轴：百万美元；右轴：1



数据来源：国泰君安证券研究所，CEIC

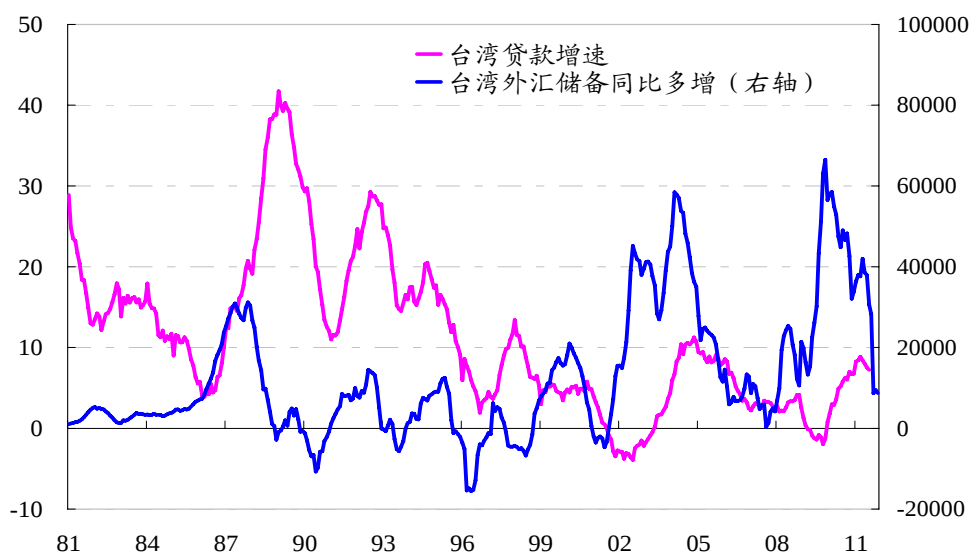
3. 外汇无关信贷增长

1987-1989 年，台湾贷款增速从不到 10% 上升至 40% 以上，减少了外汇大幅流出对货币增速和经济的拖累，说明资金外流并不会影响其信贷投放能力。

台湾此后 M2 增速下台阶更多源于其经济高增长时期已过，并不需要 20% 以上的货币增速支撑，否则只会引发通胀，而并非由于热钱流出影响货币创造。因此，2001 年后外汇储备的再次上升没有使得台湾信贷和货币增速的再度爆发。

图 3 台湾外汇储备同比多增、贷款增速

左轴：%；右轴：百万美元



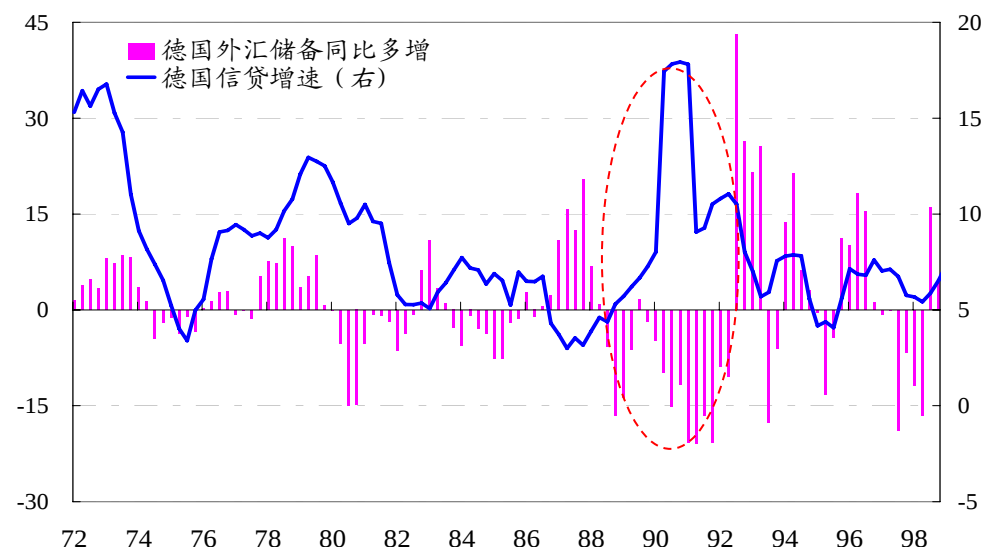
数据来源：国泰君安证券研究所，CEIC

台湾 80 年代的贬值和热钱流出后恰对应着信贷和货币减速期，因此除了短期背离（例如台湾的 87-89 年），很容易给人外汇流出影响货币创造能力的印象，而德国情况更能说明问题。

德国 72 年以来的历史显示，当外汇同比多增增加时有利于 M2 增速的稳定和上升，但当外汇同比多增为负时，则并不意味着信贷增速会大幅下降。1988-1992 年，德国同样面临持续的资金流出，但贷款增速却大幅上升。

图 4 德国外汇储备同比多增、信贷增速

左轴：十亿美元 右轴：%



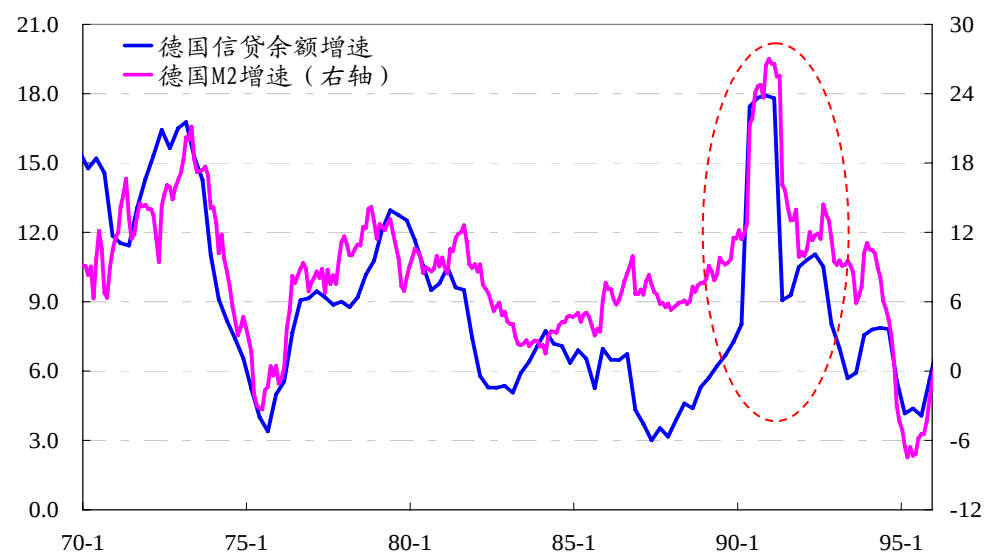
数据来源：国泰君安证券研究所，CEIC

4. 信贷决定货币供应

和台湾类似，德国 M2 增速和信贷增速正相关性非常明显。1988-1992 年，正是由于信贷增速的大幅上升，才使得货币供应增速在热钱流出背景下大幅反弹，货币供应量增速仍从 6% 左右一度升至 26%。

图 5 德国 M2 增速、信贷余额增速

单位：1

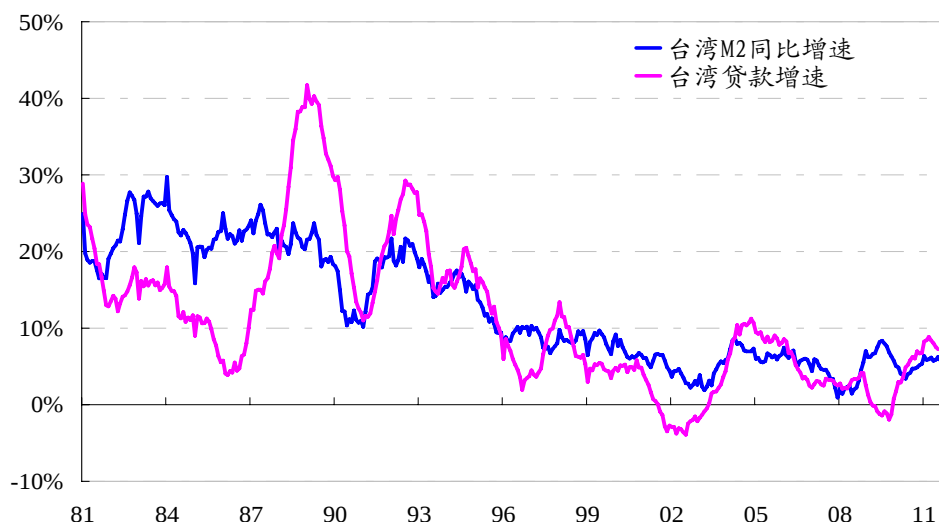


数据来源：国泰君安证券研究所，CEIC

从台湾的数据来看，信贷同样是决定货币增速的关键因素。

图 6 台湾 M2 同比增速、贷款增速

单位: 1



数据来源: 国泰君安证券研究所, CEIC

中国经验

09 年以来, 随着中国外汇占款增长的放缓, 其对 M2 增长的贡献持续下降, 外汇占款增速均明显低于 M2 增速。另一方面, 从 M2 与外汇占款增速的走势方向上看, 两者也并不一致, 如 09 年外汇占款大幅下降, 而 M2 增速则创出新高。

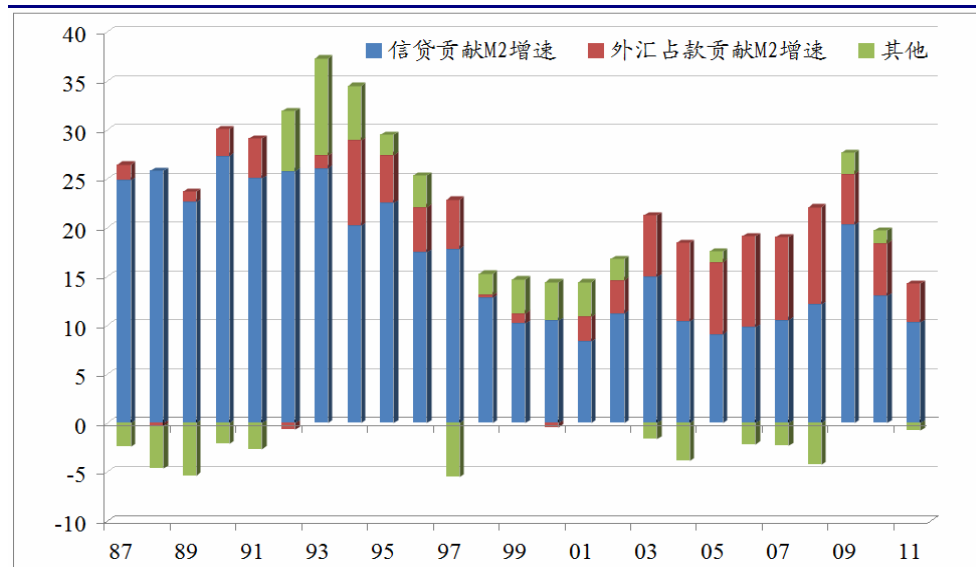
中国信贷余额与外汇占款增速之间的关系并不明显。1998-2000 年外汇占款增速大幅下滑至 10% 以下, 而同期信贷增速相对较高, 09 年外汇占款增速大幅下降至 14.6%, 完全无碍于当年信贷增速攀升至 31.4%。与海外经验一致, 中国外汇占款的下降完全无碍于信贷投放的增长。

1. 外汇占款贡献下降

根据金融机构资产发债表, 我们可以得出货币供应主要由信贷和外汇占款贡献。03 年以来随着中国贸易顺差、外汇占款的大幅攀升使得外汇占款对 M2 的贡献持续上升。09 年之后, 随着外汇占款增长的放缓, 其对 M2 增长的贡献持续下降。

图 7 中国信贷、外汇占款对 M2 增速贡献

单位: %



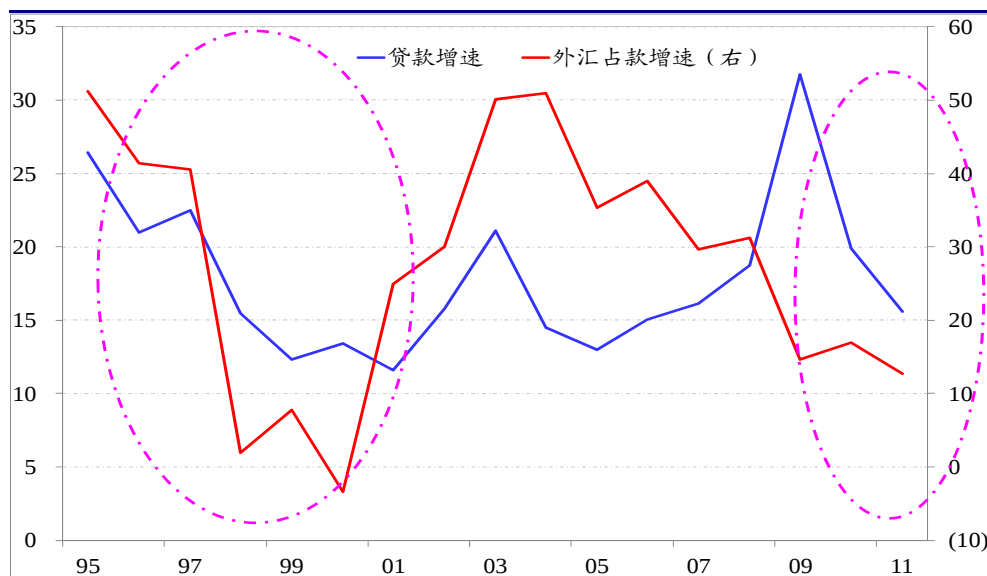
数据来源：国泰君安证券研究所，人民银行

2. 外汇无碍信贷增长

我们再看信贷增速与外汇占款增速，两者之间的关系并不明显。1998-2000 年外汇占款增速大幅下滑至 10% 以下，而同期信贷增速相对较高，当时信贷增速无法进一步提高或主要源于银行体系资产质量下降导致信贷投放能力不足；09 年外汇占款大幅下降至 14.6%，完全无碍于当年信贷增速攀升至 31.4%。与海外经验一致，外汇占款的下降完全无碍于中国信贷投放的增长。

图 8 中国信贷余额增速、外汇占款增速

单位：%



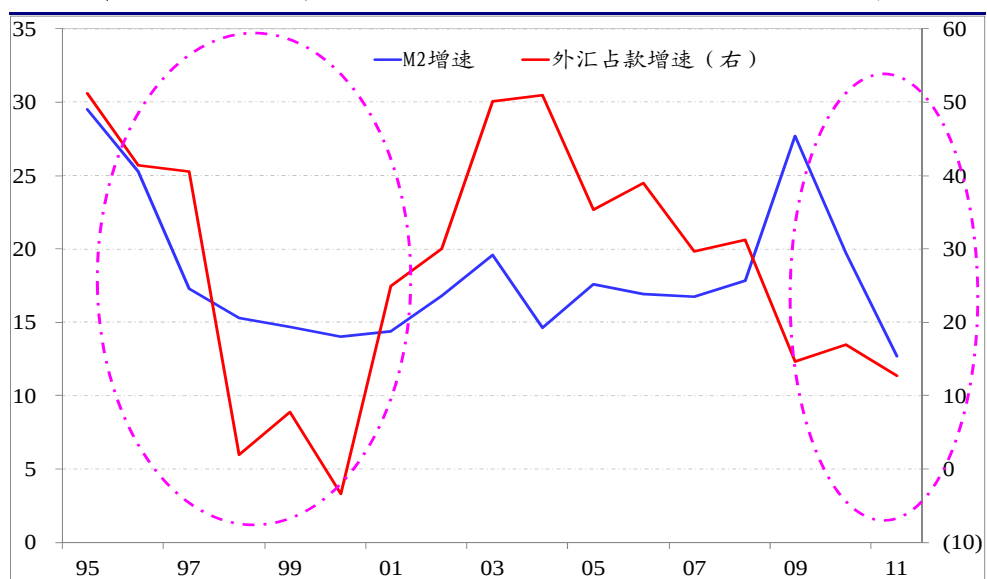
数据来源：国泰君安证券研究所，人民银行

3. 外汇对货币冲击有限

从 M2 与外汇占款增速走势看，98 年以后外汇占款增速显著下降，但 M2 增速保持稳定。05 至 09 年外汇占款增速持续下降，但 M2 增速稳中有升。

图 9 中国 M2 增速、外汇占款增速

单位：%



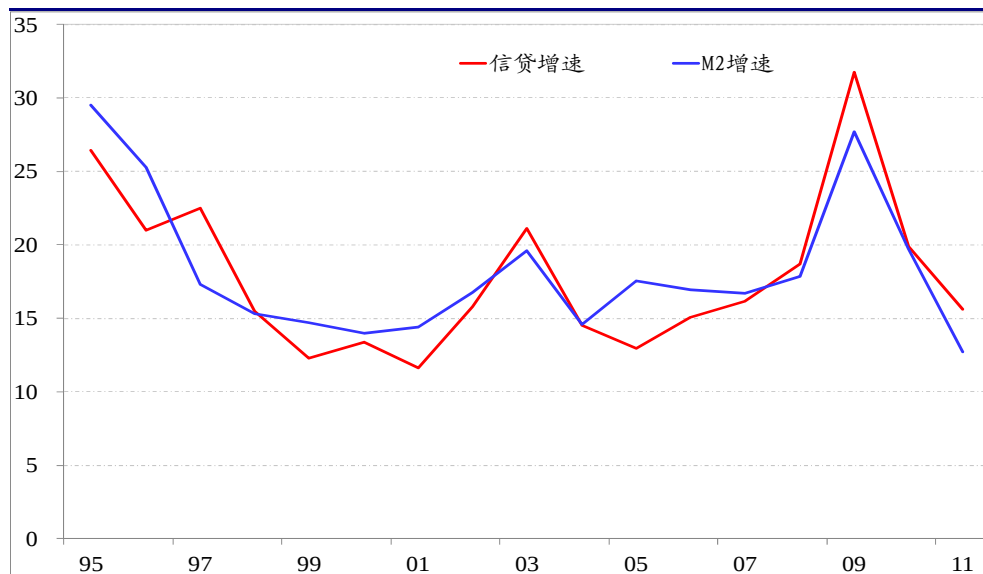
数据来源：国泰君安证券研究所，人民银行

4. 信贷更能决定货币

从信贷与 M2 的关系看，信贷增速与 M2 增速的走势也基本一致。如果考虑到未来外汇占款增长放缓的影响，外汇占款对货币供应量的影响将进一步减弱，而信贷对 M2 增长影响可能会进一步上升。

图 10 中国信贷增速、M2 增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究所，人民银行

作者简介:**姜超:**

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。11 年获新财富、水晶球及金牛奖宏观最佳分析师第二名。08 至 11 年获新财富、水晶球债券最佳分析师前三名。

吕春杰:

执业资格证书编号: S0880511010058

电话: 021-38676051

邮箱: lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。2011 年“金牛分析师”、“水晶球最佳分析师”、“新财富最佳分析师”宏观方向第二名。

王喆:

执业资格证书编号: S0880511080008

电话: 021-38676049

邮箱: wangzhe@gtjas.com

西方经济学博士, 毕业于华中科技大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 现从事宏观经济研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

