

点评报告

同业代付新规影响新增外汇占款

2012 年 10 月 9 日

2012 年 9 月份外汇占款预测报告

主要预测

%	11	12E
GDP	9.2	8.1
CPI	5.4	2.7
PPI	6.0	-0.3
社会消费品零售	17.1	16.3
工业增加值	13.9	10.5
出口	20.3	12.1
进口	24.9	16.5
固定资产投资	23.8	16.1
M2	13.6	13.0
人民币贷款余额	15.8	14.9
1 年期存款利率	3.50	3.25
1 年期贷款利率	6.56	6.31
人民币汇率	6.30	6.12

最新数据 (8 月)

工业	8.9
城镇投资	20.2
零售额	13.2
CPI	2.0
PPI	-3.5

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理:

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点:

- 1、基于不同基准汇率测算的招商外汇供求强弱指标继续回升, 结合我们分析框架的各个指标的变动趋势看, 预计 9 月国际资本流入国内, 当月的新增外汇占款在 0 至 1000 亿之间。
- 2、8 月新增外汇占款负增长原因的再思考。我们认为 8 月 20 日银监会《关于规范同业代付业务管理的通知》限制了海外代付业务, 导致外贸企业 8 月进口付汇率大幅提高, 相比今年 1 至 7 月的平均数据而言, 8 月涉外支出多增 121 亿美元, 考虑到购汇意愿, 贸易项下的银行代客购汇规模多增 74 亿美元, 折合人民币 465 亿元。这一新规也是造成 8 月外汇存款明显少增 (当月增加 26 亿美元, 而上半年平均月增量为 212 亿美元), 外汇贷款多增 (当月增加 117 亿美元, 而今年 1 至 7 月的平均每月增幅仅为 64 亿美元) 的主要原因。

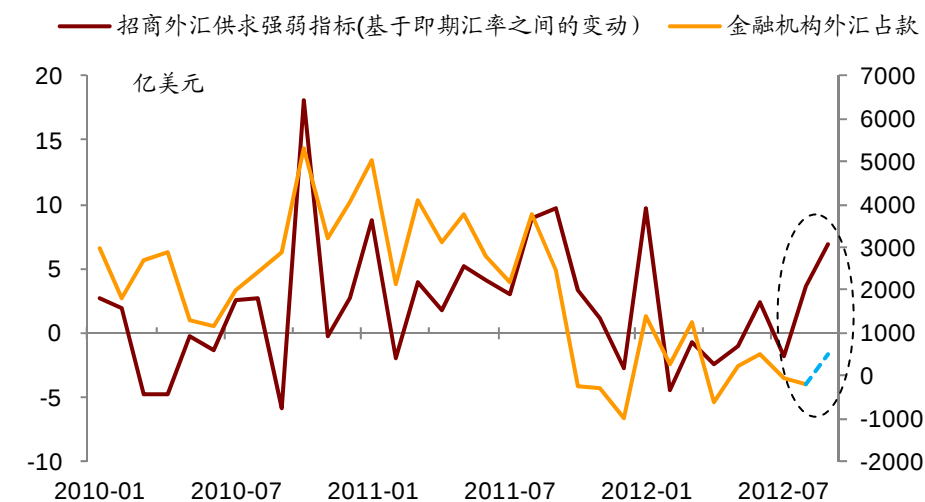
因此, 在同业代付受到更为严格的监管之后, 商业银行主动采用银行贸易融资的动力正在减小, 跨境贸易融资规模已经处于到期支付、存量消化的阶段, 截至 2012 年 6 月末的存量资产在 1700 亿美元, 预计至 2012 年末表外的银行贸易融资规模可能会缩小数百亿美元的规模, 这会导致贸易项下的银行代客售汇的规模有可能相对高位, 令外汇占款承压。但从另一方面, 银行也会对积极应对政策的变化, 银行为企业提供的跨境贸易融资表内业务的规模会相应增加, 比如银行外汇贷款, 以及其他金融创新产品进行部分的替代和补充。预计同业代付新规对外汇占款的主要影响在 8 月份已经体现, 对年内未来 4 个月外汇占款的影响会逐步递减。

- 3、考虑欧美日联手在 9 月间推出量化宽松的货币政策, 中国人民银行需要评估其对中国外汇占款的影响, 这增加了降准的不确定性, 而这并不影响公开市场操作的采用。回购操作也能够调节和补充市场的流动性, 不过, 如果说存准率的调整是“正餐”的话, 逆回购属于“零食”, 两者各有优势, 并不能完全替代。央行的逆回购操作仍有一定的局限性, 不利于银行增加长期可贷资金和可投资的头寸。如果外汇占款的新增规模持续低迷, 我们坚持认为四季度仍有下调存准率的必要性。

一、预计 9 月新增外汇占款规模回升

基于不同基准汇率测算的招商外汇供求强弱指标继续回升，预示 9 月国际资本流入国内，我们预计当月的新增外汇占款在 0 至 1000 亿之间。

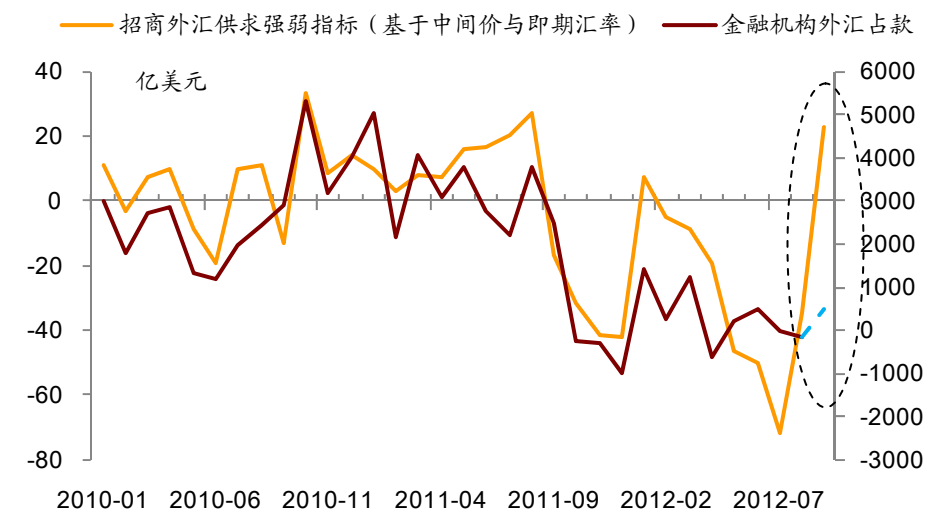
图 1：9 月基于即期汇率的招商外汇供求强弱指标回升



资料来源：WIND，招商证券

观察其余指标，国内人民币升值预期出现小幅回升，不过仍然在贬值预期区间；香港人民币升值预期则仍处于继续探底的阶段；反映国际资本流入的规模有限，以及居民和企业谨慎看待人民币未来升值空间。而国际资金流入香港的情况则持续好转，香港利差由负转正，港元汇率也稳定地处于强势区间，本月的港元兑美元汇率位于近半年的历史最高值。国际资本持续流入新兴国家和地区，印度连续第 4 个月上升，台湾和韩国在 8 月月冲高后本月流入规模略有回落，同时，这些地区的股指均出现上涨，印度股指涨幅最高为 7.6%。因此，综合各个指标的情况，我们认为外汇占款较上月好转的概率较大。

图 2：基于中间价的招商外汇供求强弱指标出现强劲回升



资料来源：WIND，招商证券

二、8月新增外汇占款负增长原因的再思考

我们再次回顾国际收支相关的外汇数据,对8月新增外汇占款连续第二个月负增长174亿元的原因进行思考。

8月银行代客结售汇逆差63亿美元,售汇规模大于结汇规模。同时,还有一个现象需要关注,银行外汇存款新增量为年内最低,8月仅为26亿美元,与上半年平均月增量为212亿美元相比,占比为12%;外汇贷款的增幅却明显上升,今年1至7月的平均每月增幅仅为64亿美元,而8月外汇贷款就增加117亿,增幅几近一倍。

货物贸易项下的购汇规模多增是8月售汇规模创年内新高的主要原因,也是导致银行代客结售汇逆差和外汇占款负增长的因素之一。结汇规模与上月持平,售汇规模为年内的最高值,相比7月多增72亿美元,其中货物贸易项下的购汇规模为年内峰值952亿美元,占比为71%,相比7月多增82亿美元,导致是8月售汇规模多增。

多增的购汇规模并没有大幅增加银行的外汇存款,而转化为贸易项下的当期跨境外汇支付。居民和企业等非银行部门对购汇(买美元)用途包括直接增加外汇存款、或者偿还外汇贷款;以及直接进行当期跨境外汇支付。从外汇数据来看,8月售汇规模创年内新高,而外汇存款有限增加、外汇贷款不降反升,表明非银行部门直接进行当期跨境外汇支付的规模增长了。

因此,我们尝试分解货物贸易向下的银行代客售汇以及银行代客涉外支出,进一步分析8月产生外汇占款低速增长的结构性因素。

贸易项下的银行代客售汇 = 进口购汇率 × 进口金额

= (贸易项下的银行代客购汇 / 贸易项下的银行代客涉外支出) × (贸易项下的银行代客涉外支出 / 进口金额) × 进口金额

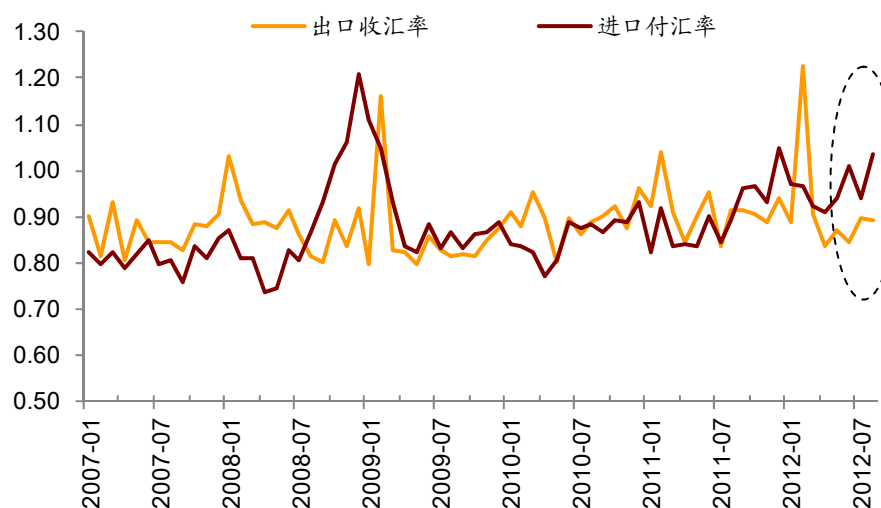
= 进口付汇售汇率 × 进口付汇率 × 进口金额

上面的第一个分项反映了当月的非银行部门购汇意愿,即企业通过贸易项下的银行代客涉外支出中,有多少外汇支出需要到商业银行进行购汇操作把人民币兑换成外币。而后者是进口付汇率,即企业通过海关进口的货物中,有多少货物需要支付国外出口商的货款。对于这一部分支付的货款,由于货物流和资金流的周期经常不匹配,一般国内进口商会选择推后支付货款的时间,即进口延付,这形成了跨境贸易融资和信贷债务。贸易融资有两种,一种是企业间贸易融资,即企业基于商业信用的相互赊账等行为,另一种是银行贸易融资,即企业利用银行远期信用证、海外代付等工具开展的跨境贸易融资等行为。

受同业代付纳入表内管理的影响,银行贸易融资规模受到压缩,进口付汇率大幅提高,相比今年1至7月的平均数据而言,8月涉外支出多增121亿美元,考虑到购汇意愿,贸易项下的银行代客购汇规模多增74亿美元,折合人民币465亿元。2012年8月20日,银监会发布《关于规范同业代付业务管理的通知》。该通知规定,即日起,银行开展同业代付业务应遵循“三真实”原则,即具有真实贸易背景、进行真实会计处理以及体现真实受托支付;对于2012年底后到期的业务,要求于今年年底前入表。其核心条款是委托行和代付行都需要把同业代付纳入资产负债表内进行管理。8月进口付汇率大

幅上升至 103%，而前 7 个月的平均水平为 95%，这之间差别为 8%，表明即贸易项下的银行代客涉外支出占进口金额的比重上升 8%。8 月进口金额为 1518 亿美元，估算涉外支出增加 121 亿美元（即进口金额 $1513 \times$ 进口付汇率差别 8%）。考虑到企业需要缴付的涉外支出中需要到商业银行购买美元的占比为 61%，进一步估算可以得到 8 月贸易项下的银行代客购汇规模上升 74 亿美元（即涉外支出增额 121 亿美元 $\times$ 购汇意愿 61%）。

图 3：8 月的进口付汇率创年内新高



资料来源：WIND，招商证券

此前，在境内流动性紧张以及境内外外汇利差驱动下，海外代付规模快速膨胀。海外代付是进口商向本地银行提出贸易融资申请，本地银行根据企业资信状况，指示与其签有协议的境外银行在付款到期日先予垫付的短期融资行为。为了绕过表内贷款额度的限制、以及增加银行存款，在资金紧张、经济快速发展的时期，商业银行积极扩大了同业代付业务，让这项业务得到了飞速的发展。截至 2012 年 6 月末，企业通过境外银行代付、境内银行开立远期信用证和提供对外担保等方式，累计跨境贸易融资近 1700 亿美元，上半年平均每月增加 83 亿美元。国家外汇管理局的数据显示，2011 年末，与贸易融资有关的信贷余额为 3717 亿美元，其中银行贸易融资为 1225 亿美元，即每月平均增加 31 亿美元；2010 年末为 850 亿美元，而在 2009 年之前银行贸易融资规模则不足 400 亿美元的规模。上半年外汇存款大幅增长的原因之一是直接以留存外汇作为外汇保证金，获得境外银行的美元海外代付。以 2012 年上半年数据为例，1 年期的国内美元存款利率为 1%，境外美元大额存款只有 0.35%，而 1 年期美元贷款利率，国内银行是在 Libor 加上 200~300bps，境外银行是 Libor 加上不到 100bps，因此，从贷款利率上来看，把美元存在境内，而同时在境外进行美元贷款要比直接在国内银行进行美元贷款存在明显的套利空间，造成企业的资产本币化、负债外币化倾向明显。而且，此前国内外汇资金紧张，而境外银行的外汇贷款利率便宜、利差吸引力较高；淡然这一现象，在人民币贬值预期、居民和企业持汇意愿显著上升后发生改变，外汇存款大幅增长，导致外汇贷款利率降低，企业也更容易申请到国内的外汇贷款。商业银行下调外币存款和贷款利率以及缩小海外代付的规模，令外汇存款“被增长”的现象有所缓和。

因此，在同业代付受到更为严格的监管之后，商业银行主动采用银行贸易融资的动力正在减小，跨境贸易融资规模已经处于到期支付、存量消化的阶段，截至 2012 年 6 月末的存量资产在 1700 亿美元，预计至 2012 年末表外的银行贸易融资规模可能会缩小数百亿美元的规模，这会导致贸易项下的银行代客售汇的规模有可能相对高位，令外汇占款承压。但从另一方面，银行也会对积极应对政策的变化，银行为企业提供的跨境贸易融资表内业务的规模会相应增加，比如银行外汇贷款，以及其他金融创新产品进行部分的替代和补充。预计同业代付新规对外汇占款的主要影响在 8 月份已经体现，对年内未来 4 个月外汇占款的影响会逐步递减。

三、对未来货币政策的判断

不同于 2011 年四季度由于欧债危机爆发导致的美元荒，以及今年三季度人民币汇率几近跌停，欧美近期宽松政策的实施有助于改善国内的外汇占款的情况。从前两次 QE 来看，大量的资本流入新兴国家和地区，推高了中国的金融机构外汇占款规模。目前美联储月度购买长期证券额增加至约 850 亿美元，计划退出时点与就业市场前景挂钩，规模存在超预期的可能性。9 月欧洲央行议息会中推出直接货币交易计划（OMT）与德国宪法法院在附加条件的情况下认定 ESM 合法，以及目前正在热议的杠杆化 ESM，欧洲的货币政策对求助方案的支持力度持续增加。随着欧美金融体系传导更为通畅，量化宽松货币政策对其他经济体的外溢势能会不断积累。

国际资金流入的压力会逐渐增加，我们认为至年底前外汇占款的规模好转的概率较大，即使考虑到同业代付严格监管对贸易项下银行代客售汇的规模的影响会持续未来的数月，正如上面所分析，预计对外汇占款规模的压制作用有限。

考虑欧美日联手在 9 月间推出量化宽松的货币政策，中国人民银行需要进一步评估其对中国外汇占款的影响，这增加了降准的不确定性，而这并不影响公开市场操作的采用。回购操作也能够调节和补充市场的流动性，不过，如果说存准率的调整是“正餐”的话，逆回购属于“零食”，两者各有优势，并不能完全替代。央行的逆回购操作仍有一定的局限性，不利于银行增加长期可贷资金和可投资的头寸。新增外汇占款的规模恢复至 2010 年至 2011 年的月均 2500 亿元的概率较小，再加之同业代付新规对于外汇占款的压制。如果外汇占款的新增规模持续低迷，我们坚持认为四季度仍有下调存准率的必要性。而对于利率的调整，我们仍然认为央行会更为审慎的对待，虽然可以有效降低企业的融资成本，但是对于推升资产价格的负面影响、以及通胀处于触底后温和回升的趋势，均会制约央行的调整空间。

参考报告:

1. 《中国国际资本流动专题报告之二--十五年未有之变局》 2012/9/21
2. 《2012 年 9 月外汇占款报告--资金流向海外 ≠ 热钱流出》 2012/9/19
3. 《中国国际资本流动专题报告之一--我们为何不测算热钱》 2012/9/18
4. 《2012 年 8 月金融货币数据点评 - 信贷投放节奏加快, 政策积极助稳增长》 2012/9/12
5. 《2012 年 8 月外汇占款预测报告--外汇存款利率下调或带来蝴蝶效应》 2012/9/4
6. 《2012 年 8 月宏观数据预测—淡季改善仍不明显》 2012/8/28
7. 《2012 年 7 月外汇占款点评--新增外汇占款有向常态恢复的迹象》 2012/8/16
8. 《2012 年 7 月金融货币数据点评--债券融资在企业融资中的重要性上升》2012/8/12
9. 《2012 年第二季度中国货币政策执行报告的点评 - 稳增长保就业的重要性将更为突出》 2012/8/3
10. 《2012 年 7 月外汇占款预测点评--7 月外汇占款或持续低位》 2012/8/2
11. 《2012 年 7 月宏观数据预测—经济见底信号渐渐清晰》 2012/7/26
12. 《2012 年 6 月金融货币数据点评 - 货币政策积极前行》 2012/7/13
13. 《2012 年 7 月降息点评--再度体现稳增长的政策决心》 2012/7/6
14. 《2012 年 6 月外汇占款预测点评--外汇占款或低位回升》 2012/7/4
15. 《2012 年 6 月宏观数据预测—总需求依然低迷、流动性持续改善》 2012/6/28
16. 《2012 年 5 月外汇占款点评 - 外汇占款出现季节性回升》 2012/6/21
17. 《2012 年 6 月降息点评--关注实体经济增长, 改善企业信贷需求》 2012/6/7
18. 《2012 年 5 月外汇占款预测点评--5 月新增外汇占款不容乐观》 2012/6/1
19. 《2012 年 5 月宏观数据预测——政策有时滞、需求仍偏弱》 2012/5/31
20. 《2012 年 4 月外汇占款点评--国际资本流出危机再度深化? 》 2012/5/16

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。