



东兴证券
DONGXING SECURITIES

策略快报：境外人民币回流 货币供给 机制发生重大变化

2010 年 8 月 18 日

A 股策略

策略快报

银国宏	宏观策略分析师	
	电话：010-66507301	执业证书编号：S1480207120048
谭淞	宏观经济分析师	
	电话：010-66507328	执业证书编号：S1480109050683

事件：

8 月 17 日晚间，央行发布《中国人民银行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》。根据该《通知》，试点期间，香港、澳门地区人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行和境外中央银行或货币当局均可申请进入银行间债券市场进行投资。经中国人民银行同意后，境外机构可在核准的额度内，以其开展央行货币合作、跨境贸易和投资人民币业务获得的人民币资金投资银行间债券市场。

观点：

1. 短期人民币回流规模估算

由于可回流的人民币主要来自人民币跨境结算以及央行的货币互换，因此我们从这两个角度，分析估计短期（年内）人民币回流的规模。

1.1 贸易结算规模扩大推动人民币回流

2009 年 7 月 1 日，中国人民银行等六部委联合发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，决定在上海、深圳、广州、珠海、东莞五个城市推出跨境贸易人民币结算试点。据中国人民银行初步统计，截至今年 5 月末，累计办理跨境贸易人民币结算业务 445.52 亿元。7 月 19 日，中国人民银行副行长胡晓炼透露，上半年的人民币跨境贸易结算额已经达到 706 亿元。换言之，虽然规模尚小，也存在种种问题制约了跨境人民币结算规模的扩大，以广东为例，去年被列入结算试点首批名单的企业不及广东外贸企业总数的 3%，这其中一些企业的客户来自欧美等地而非港澳和东盟，这些因素都限制了人民币结算的规模和效果；但是，从去年末的几十亿增长到今年前 5 个月的约 400 亿，6 月单月结算量达到 250 多亿，人民币跨境结算的增长速度还是非常快的。根据我们的推算，其中，进口业务大约占 9 成，即 630 亿左右（因为进口支付的人民币存在迫切的回流需要，否则长期来看难以持续）。考虑 7、8 月份的增长，目前因跨境结算在境外的人民币资金大约为 1000 亿。预计年末将达到近 2000 亿的水平。

为了进一步推动人民币跨境结算的发展，今年 6 月 17 日，人民银行、财政部、商务部、海关总署、税务总局和银监会联合发布《关于扩大跨境贸易人民币结算试点有关问题的通知》，扩大跨境贸易人民币结算试点范围，试点地区范围将涵盖我国沿海到内地 20 个省区市，同时试点业务范围包括跨境货物贸易、服务贸易和其他经常项目人民币结算，而贸易区域也不再有所限制。跨境贸易人民币结算试点地区由此前的上海市和广东省的 4 个城市扩大到 20 个省市，因此我们上面预计年内几个月跨境结算增长较快的判断是合理的，而且还是比较保守的判断。

截至 2010 年 6 月 30 日，国家外管局批准的 QFII 总投资额度为 177.2 亿美元。虽然投资标的不同，很难直接对比，但至少说明，跨境人民币结算回流带来的资金供给就远远超过了 2003 年至今的 QFII 额度。

1.2 中外央行的货币互换

2008 年次贷危机恶化后，中国和部分国家签订了货币互换协议。通过互换将得到的对方货币注入本国金融体系，使得本国商业机构可以借到对方货币，用于支付从对方的进口商品。这样，在双边贸易中出口企业可收到本币计值的货款，可以有效规避汇率风险、降低汇兑费用。

在 2008-2009 年签订的货币互换协议中，多数在东亚、东南亚地区。在当时全球经贸增长乏力、贸易融资萎缩的背景下，一系列互换协议的签署，为区域内扩大使用人民币结算提供了资金来源，从而成为人民币国际化的重要一步。一国货币成为国际货币的前提，首先是要该国货币成为计价和结算货币，其次成为交易和储备货币。货币互换协议的签署以及人民币跨境贸易结算的开展，增加了人民币在全球国际贸易结算中的份额；而此次境外人民币资金的回流，有助于推动人民币成为地区性的交易和储备货币。

表 1 中国与各国签署的货币互换协议

	签订日	金额（亿人民币）	金额（亿美元）	到期日
韩国	2008.12.12	1800	265	2011.12.12
中国香港	2009.1.20	2000	295	2012.1.20
马来西亚	2009.2.8	800	118	2012.2.8
白俄罗斯	2009.3.11	200	29	2012.3.11
印度尼西亚	2009.3.23	1000	147	2012.3.23
阿根廷	2009.3.29	700	103	2012.3.29
冰岛	2010.6.9	35	5	2013.6.9
新加坡	2010.7.23	1500	221	2013.7.23
合计		8035	1184	

资料来源：东兴证券研究所

虽然目前次贷危机的影响已逐渐弱化，但是部分国家对与中国的货币互换仍持积极态度，如 7 月韩国表示愿与中国签署经常性货币互换协议。这表明随着综合国力的上升，人民币的国际地位确实明显增强。

2. 货币供给机制发生根本性变化

2.1 中国开始拥有国际货币发行权

在许多新兴市场国家，外资可直接参与债券、股票市场。这主要是因为这些国家已开放资本账户，换言之一国货币是否属于可自由流通的货币，由该国政府、货币当局自行决定。而我国由于资本账户尚未开放，外资参与证券市场受到诸多限制。

但是，成为可自由流通的货币和具有国际货币发行权仍具有实质的差异。虽然许多新兴市场国家货币可自由兑换，但是由于经济规模等原因，难以成为贸易结算货币，因此说不上具有国际货币发行权。但是，在人民币跨境贸易结算实施后，中国就开始初步具备了发行国际货币的功能；而在人民币可以回流之后，周边国家持有人民币的积极性增强（之前不是外国不信任人民币币值的问题，而是在不可自由兑换的情况下，持有人民币之后，交易成本太高，因此除边境贸易外，对持有人民币积极性不高），人民币的交易和储备功能得到了强化。因此，我们可以断言，中国已开始拥有国际货币的发行权。

人民币地位的上升，背后是中国综合国力的增强。目前，中国的 GDP 已经超越日本居全球第二。当然，在中国的经济规模已经快速增长这一背景下，结构调整显得更为紧迫和重要，重点解决好缩小收入差距、节能减排、生态保护、农田水利建设等关系长期发展的重大问题。

2.2 货币供给机制发生重大变化 长期来看流动性规模增加

在原来的贸易结算支付体系下，国内企业出口之后，将外汇出售给国内银行，最终将增加国内货币供给；而企业进口由于以美元等国际货币支付，需要以相应的人民币购买外汇，将减少国内货币供给。但是，在用人民币支付进口款项、而之后人民币资金又回流国内，这意味着进口不减少国内货币供给。如果不考虑 FDI 以及资本账户资金的流入，未来中国经济体系流动性的增长将同时来自于出口积累的外汇和进口支付的人民币；而在原有的支付模式下，只有净出口才创造新增流动性。

在人民币跨境结算之后，原有的支付模式被打破。至少名义上中国的进口贸易都可以用人民币支付，只要出口商接受。这意味着，年度回流的人民币规模理论上可以达到 1 万亿美元左右甚至更高（因为每年的进口规模总体是增长的）。当然，短期内远远达不到这个规模。我们认为在中期即未来 5 年左右，中国对东盟、韩国等周边国家的进口贸易采用人民币结算的可能性较大。之前所以强调对这些国家的进口，是因为首先彼此经贸合作紧密，而且中国对这些国家贸易呈逆差状态。其中，东盟加韩国占中国进口的 20% 左右，日本、韩国加东盟占进口约 30%。按前者估计，如果全部采用人民币结算，月度可回流的规模达到 1500 亿、全年 1.8 万亿左右。

尽管人民币的回流将扩大银行间债市的资金规模，增加了中国经济体系的流动性供给，在一定程度上和美国 20 世纪 90 年代以来流动性的快速扩张有相似之处，但二者仍然存在重大区别。美国流动性规模的扩大来源于国债市场规模与外资流入的同步增长，而美国国债规模的扩大源于政府债务规模的增长，美国国债市场资金供给的增加主要来自于外国央行的外汇储备。不难理解，如果没有外资的流入，美国国债市场的利率水平应该更高。从表 2 来看，外国投资者持有的美国国债占比持续上升。而中国作为制造业大国，贸易顺差将长期存在（德国、日本、韩国均如此），财政赤字规模可控，流动性规模的扩大来自于进出口贸易，即出口换汇以及人民币的回流；即使出口不以美元或其他外币结算也并不改变这一结论，根源在于中国货币供给机制发生根本性变化，中国已开始具备发行国际货币的功能而且这一功能将不断增强。当然，如果未来资本账户开放，中国的新增流动性还包括其他境外资金。

表 2 外国投资者持有的美国国债比重呈上升趋势

	外国投资者持有（亿）	美国国债总额（亿）	外国投资者占比（%）
2001	10042.1	57524.7	17.5
2002	11265.6	61093.8	18.4
2003	13756.5	66432.3	20.7
2004	17386.0	72552.5	24.0
2005	19474.1	78519.0	24.8
2006	20515.2	84156.1	24.4
2007	22204.8	89106.6	24.9
2008	26951.1	97091.5	27.8
2009	34225.0	114443.2	29.9

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

3. 结论

从短期来看，预计年内可回流的人民币资金规模大约为 1 万亿左右，其中，跨境结算的人民币资金近 2000 亿；央行货币互换规模约 8000 亿。但是，央行可以通过审批环节调控回流的规模，因此短期内对市场的影响应该非常有限。境外人民币回流更为重大的意义在于，它改变了目前的货币供给形成机制，长期而言将带来流动性的增加。基于这一根本性变化，我们认为，在无重大危机的冲击下，决策部门再度实施宽松货币政策的可能性很小，以政策的中性化，部分对冲流动性的增长。

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

谭 崧

宏观经济分析师，东兴证券宏观策略小组成员，从事宏观经济研究，2008 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。