

【金研·深度】外汇占款已不是测度人民币汇率变化的合适指标

建行金融市场部 金融街廿五 2023年02月17日 10:00 北京

作者：胡珊珊，建行金融市场部

1月5日，人民银行公布《货币当局资产负债表》11月数据。11月，中央银行外汇占款环比增加636亿美元；1月16日，人民银行公布的12月外汇占款数据，进一步增加939亿元至21.47万亿元。2022年前10个月累计新增外汇占款270亿元，后两个月新增近1600亿元。此外，对比2017年1月-2022年10月外汇占款变动额绝对值月均175亿元的水平来看，11月、12月数据的偏离明显。

为避免市场的无端猜测，人民银行1月5日曾在公众号中主动解释，“2007至2008年，为支持商业银行建立相应的外汇资产风险准备，人民银行允许部分商业银行以外汇资金交存部分人民币存款准备金。2008年以来，部分商业银行自愿将上述外汇资金逐步置换回人民币形式来交存存款准备金。近期，部分商业银行继续置换所剩外汇资金，置换后体现为货币当局资产负债表中‘外汇’科目余额增加。”

央行所述的商业银行置换行为是否会影响基础货币，是否会影响人民币汇率，对此我们将一一分析。

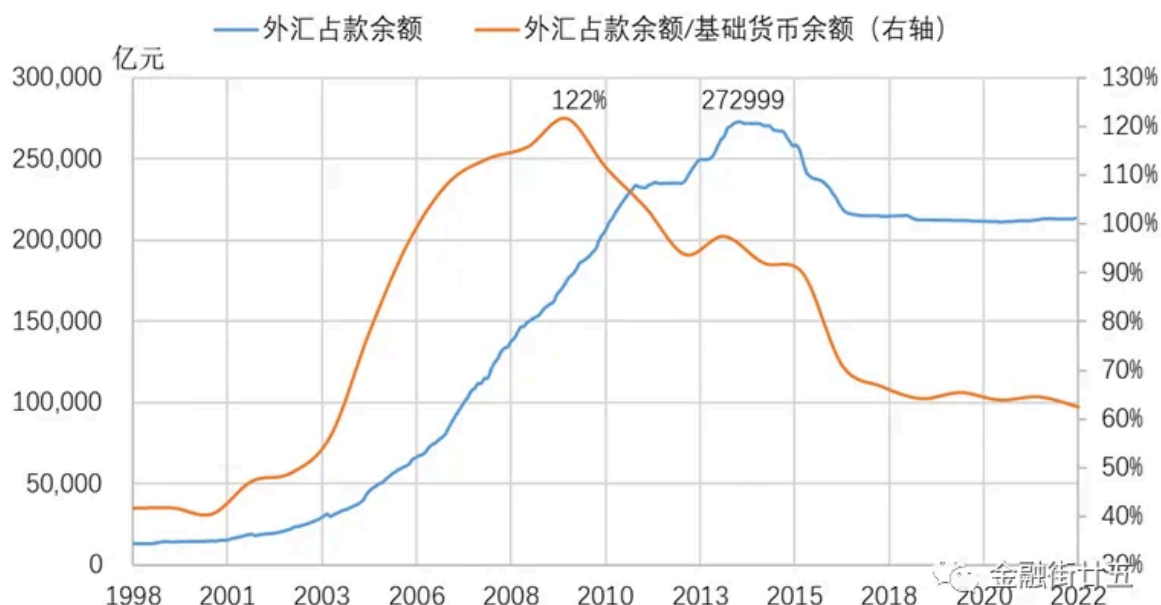
一、外汇占款形成的历史背景及变化

据央行解释，外汇占款是指中央银行收购外汇资产而相应投放的本国货币。外汇资金流入后必须兑换成人民币才能进入流通使用。国家为了外资换汇需要使用本币购买外汇，因而被动增加了货币供给，从而形成了外汇占款。

以往，外汇占款有两个统计口径，一是金融机构外汇占款，即整个银行体系收购外汇所形成的货币资金投放，反映在“金融机构人民币信贷收支表”中，名称为“外汇买卖”；二是央行外汇占款，即人民银行在银行间外汇市场收购外汇所形成的人民币投放，反映在“货币当局资产负债表”中，名称为“外汇”。二者的变化整体同步。2016年1月开始，金融机构信贷收支表不再公布金融机构口径下外汇占款数据。因此，文中所提的外汇占款数据均指中央银行外汇占款。

从外汇占款增速、余额的变化，以及外汇占款占基础货币的比重角度测度，2011年为重要的分水岭。在此之前，外汇占款比重持续快速上升，外汇占款是主要的基础货币投放方式，尤其是2003-2009年，经由外汇占款渠道投放的基础货币与基础货币增量的占比均超过100%，最高时（2005年）外汇占款增量是基础货币增量的3倍。2011年后，我国新增外汇占款的净额开始出现趋势性下降且波动性增加，同时外汇占款比重出现明显下降。

图1：外汇占款余额及占基础货币的比重

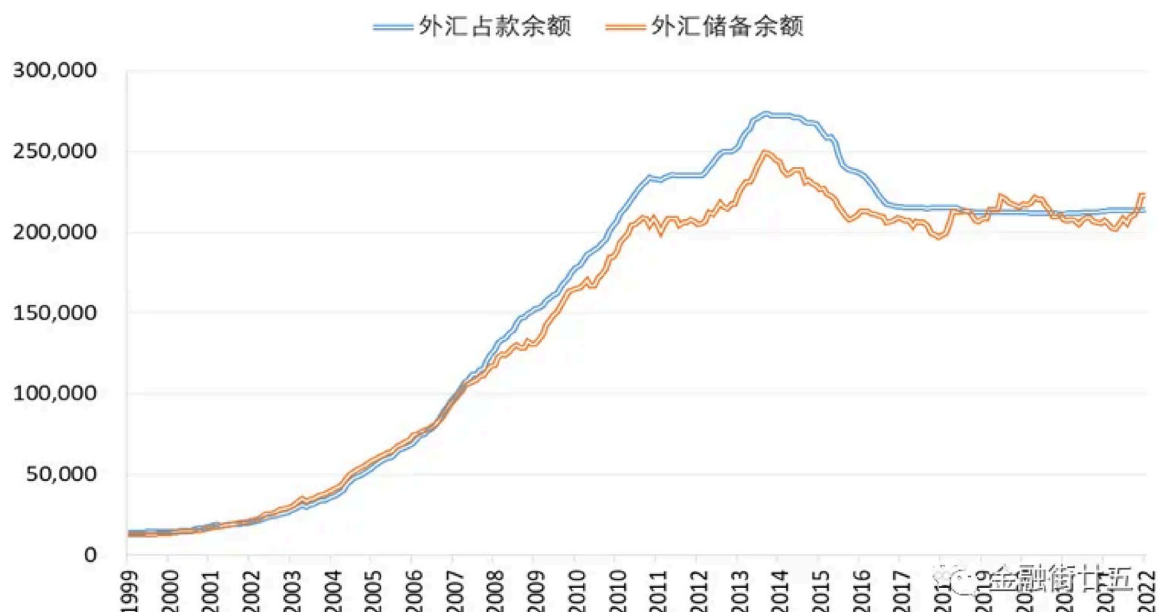


长期以来，我国国际收支呈现“双顺差”的格局。一方面，经济快速增长以及外向型的经济策略，令国际收支经常项目长期大规模顺差；另一方面，人民币的升值压力和国际投资环境造成资本和金融项目长期顺差。叠加一定时期内政府对外汇的青睐及由此实施的强制结售汇制度，主客观因素均导致外汇储备迅速增长。从货币当局的资产负债表来看，外汇占款不断增长，成为导致资产负债表扩张的压倒性因素。

2011年后，尤其是2012年、2014年及2015年，我国出现了不同程度的资本流出，造成外汇储备增量下降，新增外汇占款也相应出现负增长。其中，2015年12月及2016年1月，因人民币汇率贬值压力较大，叠加美联储收紧货币政策导致资金流出，外汇占款两个月累计减少逾1.35万亿元。2017年后，随着人民币汇率市场化程度提高，外汇占款波动非常小，大部分时间内月度波动不到±100亿元。外汇占款已不再是我国货币供给的主渠道。

需要注意的是，由于外汇占款（即货币当局资产负债表中的“外汇”项）采用了历史成本法测算，不按照市值进行调整。而外汇储备是一个余额概念，当中既包含交易变动，也包含汇率及资产价格变动造成的估值损益。因此，外汇占款的数值与外汇储备并不能完全匹配。

图2：外汇占款与外储余额对比（亿元）



注：为方便对比，已将外汇储备的计价货币根据当期汇率价格折算为人民币。

二、如何理解近期外汇占款增量放大

如上文所述，在人民银行退出对人民币汇率的常态化干预后，外汇占款的变动规模一直较小，因而此次外汇占款增量的放大引发了市场的讨论。考虑到11月初人民币一度跌至7.3280的十五年新低，市场亦有猜测这与外汇占款的变动有关。在综合考虑货币当局资产负债表的变化及银行自身结售汇数据等的变化后，我们认为近期外汇占款的变化与人民币汇率形势无关。

人民银行在释疑中指出，2007至2008年，为支持商业银行建立相应的外汇资产风险准备，人民银行允许部分商业银行以外汇资金交存部分人民币存款准备金。当时的背景是2005年“721”汇改后，人民币汇率单边升值，个人与机构持有外汇的意愿下降，结汇意愿强烈。由此的结果是人民币升值压力进一步增大，同时外汇储备急剧增长。为降低外汇兑付的压力，2007年7月30日，人民银行宣布自8月15日起上调存款准备金率0.5个百分点至12%，并要求总部驻京的全国性商业银行必须用外汇交付上调的人民币存款准备金部分。9月，人民银行要求所有的全国性商业银行都必须用外汇支付此后上调的人民币存款准备金。

在货币当局资产负债表中，金融机构以外币缴存的人民币存款准备金资产方计入“国外资产——其他国外资产”项下，在负债方相应计入“其他负债”。2007年8月-2008年6月11次上调法定存款准备金率，由12%调至17.5%，“其他国外资产”由2007年6月的1052亿元增至1.46万亿元。根据测算[1]，国有四大商业银行以外币缴存的人民币存款准备金约为1万亿元，其余0.36万亿元应该是邮储、中信银行、民生银行等其它总部驻京的全国性商业银行以外币缴存的人民币存款准备金。随着外汇兑付压力减缓，以及之后法定存款准备金率下降，该科目金额也逐渐稳定下来。2015年最低时仅1800亿元，目前为9000亿元左右。

表1：货币当局资产负债表格式

资产方	负债方
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	金融性公司存款
其他国外资产	其他存款性公司存款
	非金融机构存款
对政府债权	不计入储备货币的金融性公司存款
对其他存款性公司债权	发行债券
对其他金融性公司债权	国外负债
对非金融性部门债权	政府存款
其他资产	自有资金
	其他负债
总资产	总负债

近期外汇占款的增长则是上述过程的逆过程。银行将外汇资金逐步置换回人民币形式来缴存存款准备金。反应在货币当局的资产负债表上，在资产方体现为“其他国外资产”的减少，以及“外汇”的增加；在负债方体现为“其他负债”的减少，以及“储备货币”科目下“其他存款性公司存款”的增加。此番操作下，基础货币投放相应增加。

但对人民币汇率并无直接影响。银行结售汇数据显示，11月及12月合计，银行自身结汇127亿美元，平均每月才63亿美元，不及1-10月的月均水平110亿美元。这表明上述外汇资金并没有在外汇零售市场上进行结汇，很有可能是商业银行与中央银行的一笔场外交易，即由商业银行向中央银行提出申请，按照约定的汇率水平，将外汇置换为人民币。因而这只涉及商业银行和中央银行资产负债表科目的调整，不涉及外汇市场的实际买卖，不会影响当期外汇市场供求，因而不会干预人民币汇率走势。

三、外汇占款已不是测度外汇市场变动的好指标

一个最根本的原因是外汇占款已不再是投放流动性的主要方式，央行也已逐步退出对外汇市场常态化的干预，央行直接在外汇市场上买卖以影响人民币汇率的操作已较为少见。2017-2021年，外汇占款余额的年度变动分别为-4637、-2232、-239、-1009以及1559，较2004-2011年均2.5万亿元的增长以及2012-2016年年均绝对值1.8万亿元的变动明显下了个台阶。此次外汇占款增量的相对放大并不意味着这将成为央行投放流动性的常态化手段。

其次，影响外汇占款的因素较多，可能至少包括以下五个方面：一是企业因进出口贸易、投资或是个人需求与银行进行的结售汇操作；二是银行自身的结售汇操作；三是央行与境外机构进行的外汇对人民币的交易；四是与国家外汇储备投资相关的结汇操作，如投资收益结汇；五是央行与金融机构进行的其他衍生金融工具交易。影响因素过多则意味着传递的信息并不清晰。

再次，从数据本身来说，外汇占款是个月末时点数，无法体现月内的变化，再加上数据的公布有一个月左右的时滞，因而其能够传递出的信息相对有限且滞后。银行代客结售汇以及银行代客涉外收付款等数据更为直接、清晰，是更好地反应企业对于人民币汇率预期的指标。因此，在观察人民币汇率的变化时，不必对外汇占款的变化过于看重。