

Taper 将至，跨境资金如何影响人民币汇率？

证券研究报告

2021 年 10 月 16 日

● 核心结论

何为稳定的跨境资金；何为不稳定的跨境资金？ 外管局在《中国跨境资金流动监测报告》中将经常账户和直接投资的合计差额视为稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资金流动，将非直接投资资本流动视为“不稳定”的跨境资金流动。其中，不稳定的跨境资金中重要的是跨境信贷交易。

我们从宏观和微观两个维度探讨“不稳定”的跨境资金流动对人民币汇率的影响机制。

1) 宏观维度下：跨境信贷增加形成额外信用供给、收缩则形成信用冲击。

当跨境信贷流入一国时，额外的信用供给会令该国经济发展驶入快车道；当跨境信贷资金流出时，往往又会引发该国货币贬值、资产价格下跌的情况，并对该国经济活动形成拖累。1960年代以来，跨境借贷交易规模的逐渐扩大与金融监管政策套利、金融自由化及金融创新有关。亚洲金融危机与美国次贷危机前，全球主要银行的跨境借贷规模都经历了5年左右的快速增长，为经济活动提供了充足的信用。但随后爆发的危机又令这些不稳定的跨境信贷资金在快速出逃时加剧了部分国家的经济下行趋势。

2) 微观维度下观察跨境资金流动对企业资产负债结构的影响。 当美元升值预期快速上升阶段，如美联储开始缩减资产购买规模（Taper）时，境内企业会进行负债调整，把原来因为融资成本低而融入的美元负债置换成人民币负债，或者直接偿还美元负债缩减自身资产负债表规模。而这种调整会引发跨境资金的外流，给人民币汇率带来贬值压力。可以通过观察境内企业分别在境内、境外银行的债务变化以及境内银行对于境外银行的债务变化情况来看测算跨境资金外流的规模。

本次Taper引发的跨境资金流出影响减弱，出口、主要国家经济政策等因素对研判人民币汇率愈发重要。我们认为本轮Taper影响跨境资金流出进而使人民币汇率承压的影响有限。第一，受到全球金融严监管政策限制，跨境资金规模占我国GDP的比重较上一轮减少明显。第二，随着境内企业的外汇风险管理能力不断提升，境内企业并不一定需要在美元升值时降低美元负债，这意味着2014-2015年人民币贬值周期里形成的“人民币贬值-境内企业偿还美元债务-美元需求增加”的负反馈机制有望被打破。第三，疫情以来，我国经济的率先复苏，国内出口的强劲表现，整个境内银行体系内美元流动性充沛。基于以上，判断跨境资金对人民币汇率的影响能力在减弱，对于未来人民币汇率的研判应该把重心放在出口、主要国家经济政策等其他方面。

风险提示：出口增速超预期放缓；人民银行货币政策超预期

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、何为不稳定的跨境资金？	3
二、理解跨境资金影响人民币汇率的简要框架	3
（一）宏观维度下：跨境信贷增加形成额外信用供给、收缩则形成信用冲击	3
（二）微观维度下观察跨境资金流动对企业资产负债结构的影响	4
三、Taper 引发的跨境资金流出影响减弱，出口、主要国家经济政策等因素对研判人民币汇率愈发重要	4
（一）从宏观维度判断：跨境资金对我国流动性影响减弱	4
（二）从微观维度判断：跨境资金对境内企业资产负债表结构影响减少	7
四、风险提示	9

图表目录

图 1：稳定的跨境资金与不稳定的跨境资金（亿元）	3
图 2：跨境借贷规模季度增速（%）	5
图 3：全球主要银行跨国借贷业务占全球 GDP 比例（%）	5
图 4：2014 年以前跨境美元流通的过程	6
图 5：金融机构外汇占款与银行代客结售汇差额（亿元）	7
图 6：境内银行外汇贷款（亿美元）	7
图 7：海外银行对于境内非银行部门的债权（十亿美元）	8
图 8：海外银行对境内银行部门的债权（十亿美元）	8
图 9：外汇储备季度变化与人民币汇率	9
表 1：非银行部门借贷交易分类表	6

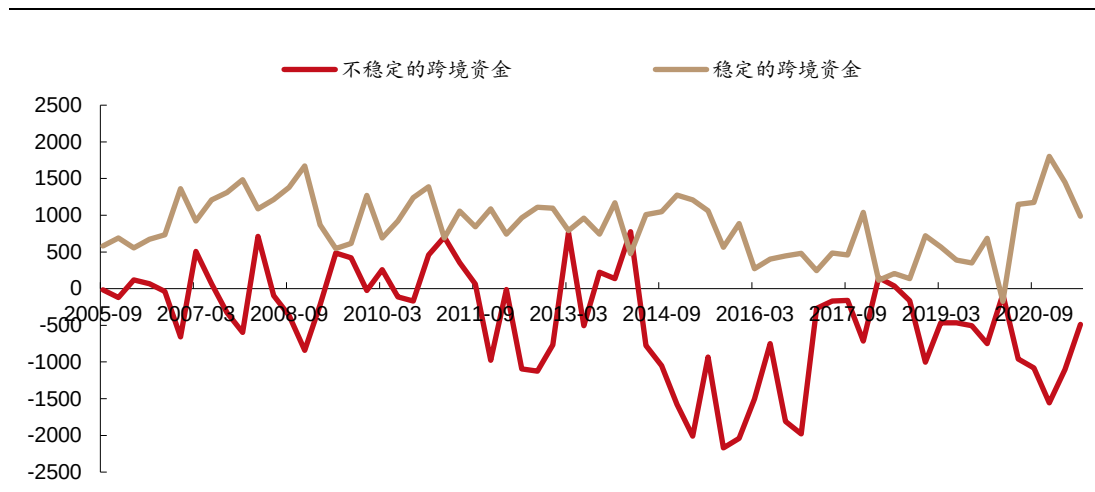
美联储9月FOMC会议纪要表示会上已讨论缩减资产购买(Taper)的路线图(大概率将由Q4开始每月缩减100亿美债、50亿MBS购买,8个月完成),这意味着Taper箭在弦上。作为世界最大经济体和主要储备货币发行国,美联储的一举一动都会产生巨大的溢出效应。本篇报告意图帮助投资者理清Taper影响人民币汇率的背后机制。

一、何谓不稳定的跨境资金？

研判人民币汇率最基础的数据是国际收支平衡表(BOP, Balance Of Payments),国家外汇管理局按月发布BOP的部分科目数据,按季度发布详细科目数据。但是全面理解BOP中的数据并不容易,原因之一是BOP里面有很多具体科目,比如货物、服务、直接投资、证券投资等等,理解每一个科目的大概含义才能厘清其中的关系;原因之二是每个科目下面有两个方向,经常账户项分贷方和借方,资本和金融账户项则分资产方和负债方,统计记录方式的不统一也会导致理解出现混淆。为了简化问题,可以沿用外管局之前在《中国跨境资金流动监测报告》的做法,将经常账户和直接投资的合计差额视为稳定性较高、与实体经济关系较大的跨境资金流动(即基础国际收支交易),将非直接投资资本流动(即non-FDI capital flows,主要包括证券投资和其他投资,为增强与外汇储备资产变动的匹配程度,再加入净误差与遗漏)视为波动性较大的跨境资金流动。

如图1所示,在我国外贸基本盘稳健,经济增速仍处于世界较高水平的情况下,经常项目与直接投资带来的外汇流入依然保持稳定。而2014年以后,在人民币汇率已步入双向波动常态化、跨境资金双向流动渠道拓宽等大背景下,各市场参与主体资产负债的币种选择、海外经济的金融政策等都会加大跨境资金的波动,与此相关的是不稳定的跨境资金。

图1: 稳定的跨境资金与不稳定的跨境资金(亿元)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

二、理解跨境资金影响人民币汇率的简要框架

我们分别从宏观和微观两个维度探讨“不稳定”的跨境资金流动对人民币汇率的影响机制。

(一) 宏观维度下: 跨境信贷增加形成额外信用供给、收缩则形成信用冲击

跨境信贷对全球经济有重要的影响。当跨境信贷流入一国时,由于这部分额外的信用供给,该国经济的发展会驶入快车道;而当跨境信贷资金流出时,往往又会引发该国货币贬值、

资产价格下跌的情况，并对该国经济活动形成拖累。跨境信贷对全球经济有重要的影响。当跨境信贷流入一国时，由于这部分额外信用的供给，该国经济的发展会驶入快车道；而当跨境信贷资金流出时，往往会出现该国货币贬值、资产价格下跌的情况，并对该国经济活动产生抑制作用。1960年代以来，跨境借贷交易规模的逐渐扩大主要与金融监管政策套利、金融自由化发展及金融创新等原因有关。不管是在1997年的亚洲金融危机之前还是2007-2009年的全球金融危机前，全球主要银行的跨境借贷规模都经历了5年左右的快速增长，为经济活动提供了充足的信用。但随后爆发的危机，这些不稳定的跨境信贷资金在快速出逃时又加剧了有些国家经济下行的趋势。

（二）微观维度下观察跨境资金流动对企业资产负债结构的影响

不稳定的跨境资金主要由BOP中的其他投资科目构成，而其他投资科目中最重要的是跨境的信贷交易。当美元升值预期快速上升阶段，参与跨境信贷交易资金会“回流美国”，进而对人民币带来贬值压力。为了观察跨境信贷交易的规模，我们可以把视角放在境内企业上，这些持有外汇的境内企业结汇与否、何处结汇、延期结汇，在贸易方面如何做远期规避风险，调整投资的时点、提前购汇的操作等，都会影响人民币的汇率。在美元升值预期下，境内企业还会进行负债调整，把原来因为融资成本低而融入的美元负债置换成人民币负债，或者直接偿还美元负债缩减自身资产负债表规模。而这种调整是可以根据观察境内企业分别在境内、境外银行的债务观测出来的。此外，境内银行对于境外银行的债务，在一定程度上反应了海外投资者对人民币资产的配置情况，如果该债务规模下降，也会给人民币汇率带来贬值压力。

三、Taper引发的跨境资金流出影响减弱，出口、主要国家经济政策等因素对研判人民币汇率愈发重要

中长期来看，一国汇率的趋势性变化主要受国际收支情况的影响。例如，在“经常账户顺差和资本账户顺差”的双顺差格局下，人民币兑美元汇率在2014年之前的大部分时间处于单边升值的态势。此后，我国进入了经常账户保持顺差，但资本账户波动加大的状态，人民币汇率的变动也不再呈现单边变化，双向波动显著增强。当然，在不同的时间段内，市场对人民币汇率的定价存在阶段性的矛盾，比如2018-2019年的中美贸易摩擦及2014-2015年的美国货币政策紧缩周期。

（一）从宏观维度判断：跨境资金对我国流动性影响减弱

我们注意到，2009年以来，跨境借贷交易规模增速一直在较低水平上波动。这是因为金融危机后，各国金融监管机构试图通过加强对银行的金融监管来维护金融稳定，避免再次出现由银行导致的系统性风险。加强监管的核心措施有二：一是多德-弗兰克法案，二是巴塞尔协议III。这些法规的实施，总体上限制了银行资产负债表的扩张，抬高了资产负债表成本，抑制了业务扩张冲动。

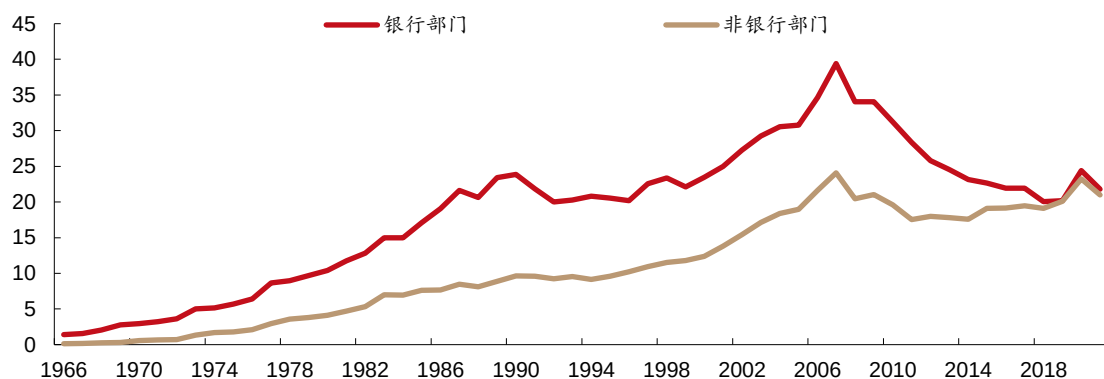
图 2：跨境借贷规模季度增速（%）



资料来源：BIS, 西部证券研发中心

国际清算银行（BIS）在其 2021 年三季度回顾专栏中《过去 70 年的国际银行业务发展》¹中，对于跨国银行之间的交易进行了全面回顾。

图 3：全球主要银行跨国借贷业务占全球 GDP 比例（%）



资料来源：BIS, 西部证券研发中心

从图 3 可以看出，从 1960 年代开始到 2008 年全球金融危机前，全球主要银行的跨国业务在蓬勃发展。金融危机后，特别是银行之间的跨境信贷交易规模开始缩减，而非银行部门的跨境借贷交易规模近期已恢复至金融危机前的水平。以非银行部门为例，借贷交易有如下分类：

¹ 《BIS Quarterly Review》https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109.pdf

表 1：非银行部门借贷交易分类表

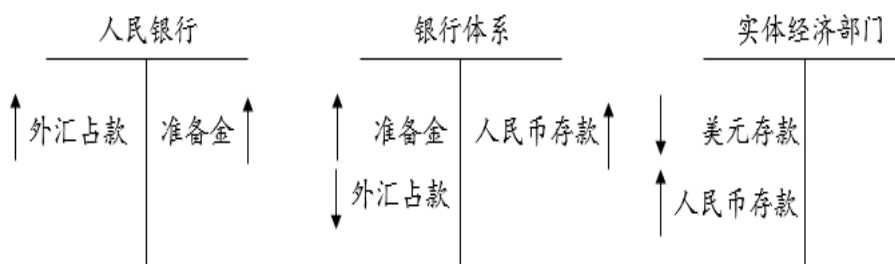
非银行部门（借款人） 银行	非银行部门（借款人）	
	本国借款人	非本国借款人
本国银行	境内借贷	跨境借贷
非本国银行	跨境借贷	离岸借贷交易

资料来源：BIS，西部证券研发中心

其中，属于跨境借贷交易的主要有两类：一类是本国借款人向非本国银行借贷的交易，另一类是非本国借款人向本国银行借贷的交易。举个例子，如果日本的企业向美国的银行借美国或者日本的银行发放日元贷款给美国的企业都算是跨境借贷交易的统计范围。

跨境资金的流动情况是影响一国汇率的重要因素。在考虑其对汇率的影响之前，我们首先需要明确跨境资金是如何影响我国货币信用体系的。在 2014 年以前央行发行基础货币的主要方式是外汇占款。这意味着当美元从境外进入境内时，第一步是在境内银行结汇成人民币。实际发生的交易过程是：银行的资产端增加外汇占款，负债端增加人民币存款，是一个信用扩张的过程。第二步，银行向央行结汇。这时发生的交易是：央行的资产端增加外汇占款，负债端增加准备金。而银行的资产端则会发生资产置换，由外汇占款置换为准备金。

图 4：2014 年以前跨境美元流通的过程



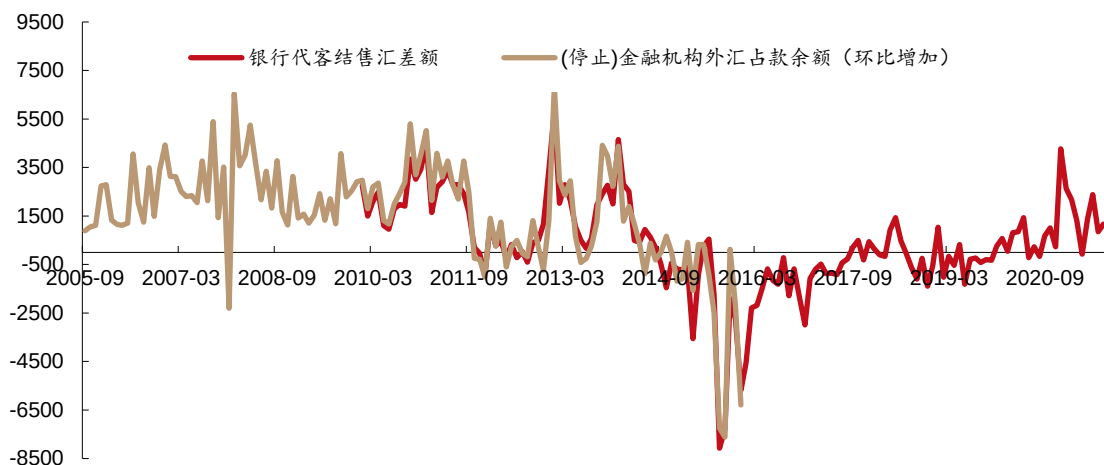
资料来源：西部证券研发中心

这种货币发行机制的特点是：银行体系获取准备金的方式是人民银行的结汇操作。对于整个银行体系来说，其实是发生了资产端的置换——从外汇占款到准备金，相当于零成本。而在 2014 年之后，银行体系获取准备金的方式变成了对人民银行负债，即准备金其实是向人民银行借来的。而“借”来的准备金意味着银行体系需要支付成本，对于商业银行来说，我们可以用 MLF 利率来表示这个成本。

由于 2014 年以后我国国际收支更趋平衡，人民银行主要通过公开市场操作、中期借贷便

利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具，向市场投放基础货币，造成人民银行资产端的外汇占款科目几乎不再发生变化。此外，自 2016 年初央行已停止发布金融机构外汇占款数据，使得银行代客结售汇差额数据成为研究外汇影响国内信用创造过程的窗口。从图 5 可以看出，2016 年以后，金融机构通过购买外汇扩张信用的规模与之前相比大幅减少，跨境资金对我国流动性影响减弱

图 5：金融机构外汇占款与银行代客结售汇差额（亿元）

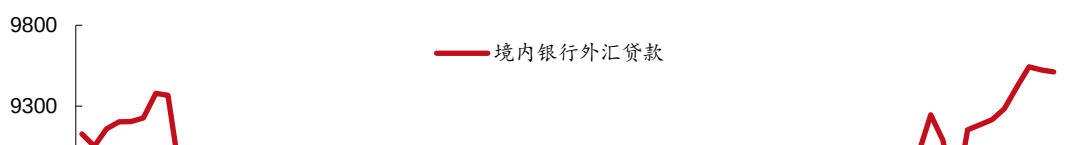


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）从微观维度判断：跨境资金对境内企业资产负债表结构影响减少

回顾上一轮紧缩周期，美联储于 2013 年年中开始向市场释放缩减资产购买操作（Taper）预期，并于年底正式启动 Taper。从 2014 年下半年开始，美元指数大幅拉升，非美货币普遍出现大幅贬值，部分新兴经济体甚至出现经济动荡。我们从微观维度来讨论上一轮 Taper 是如何影响人民币汇率的。首先，观察境内企业和个人对境内银行的负债的变化。其规模可以参考“金融机构外汇信贷收支表”中的“境内贷款”项。

图 6：境内银行外汇贷款（亿美元）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27882

