



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国经济月报

薛俊升

高级经济师

thomasshik@hangseng.com

国际收支与汇率风险

- 最近几季资金流走，内地国际收支逆差因而扩大。
- 由于人民币与一篮子货币挂钩，资金流走或导致内地金融市场资金紧绌。
- 中国人民银行（「人行」）正放宽银根以减少资金流走的影响，但此举或不利于人民币汇价。
- 内地企业外币借贷上升，人民币下跌会增加企业的债务负担。

经济研究

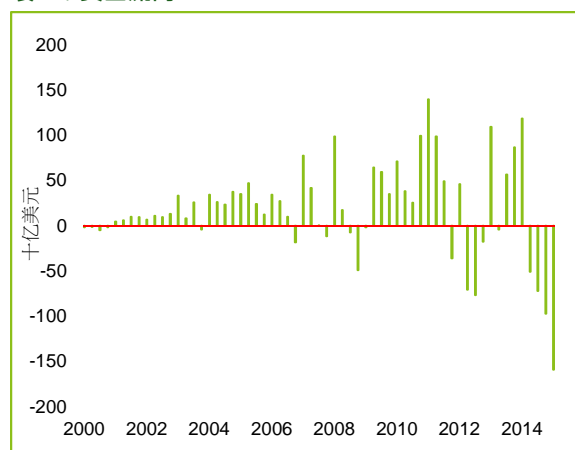
2015年6月



资金流走

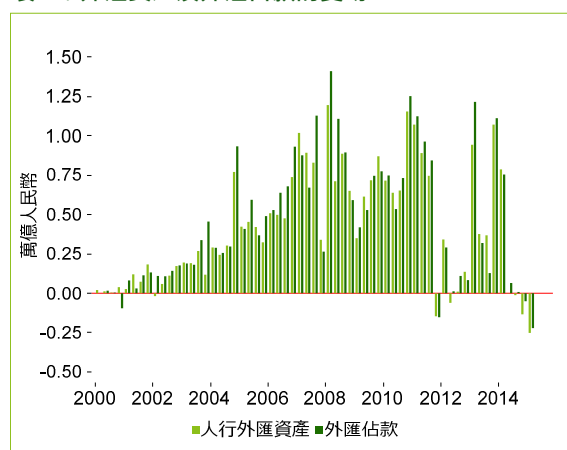
长期以来，资金不断流入内地，但过去一年，情况有所逆转。5月13日，国家外汇管理局公布最新国际收支数据，倘若将资本和金融账户计及误差与遗漏后出现的逆差定义为资金流走，数据显示第1季资金流走金额达1,592亿美元，为近年来最多（表1）。诚然，资金自2014年第2季起从内地流走，主要因为内地经济放缓及中国人民银行（「人行」）放宽银根。

表1：资金流向



数据源：Macrobond，恒生银行

表2：外汇资产及外汇占款的变动



数据源：Macrobond，恒生银行

我们于3月份的报告指出，由于人民币与一篮子货币挂钩，人行外汇资产的变动或内地银行外汇占款的增减，亦可作为量度资金进出的指标。¹我们分析两者数据，同样显示最近几季确实有资金流走的情况（表2）。

国际收支状况恶化

国际收支平衡表下的经常账户，第1季为顺差789亿美元，资本和金融账户计及误差与遗漏后的逆差则为1,592亿美元，意味总体上国际收支平衡表逆差达803亿美元，为有纪录以来最高（表3）。

¹ 恒生银行·中国经济月报·2015年3月。



表 3：2015 年第 1 季国际收支平衡表

	亿美元	亿美元
经常账户		789
- 货物贸易	1,177	
- 服务贸易	-411	
- 其他	23	
资本和金融账户 (计及误差与遗漏)		-1,592
- 资本账户	2	
- 金融账户	-1,594	
总计		-803

数据来源：Macrobond，国家外汇管理局，恒生银行

表面上，计及经常账户及资本和金融账户的国际收支交易出现逆差，凸显市场对内地经济的忧虑，以及资金由内地净流出至境外。不过，市场人士分析一个国家的财务状况，尤其是财务状况的长远趋势，往往重视经常账户收支多于整体国际收支，因为资本和金融账户收支数额庞大且较为波动，并主要反映跨境资金的进出，而这向来受当时经济及金融市场环境所影响。

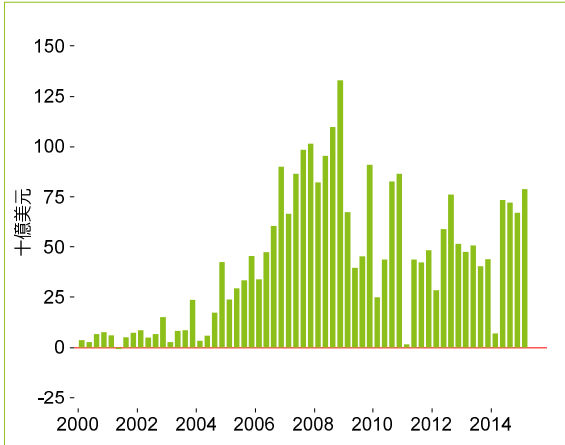
经常账户显示一个国家所有货物及服务进出口的交易。经常账户顺差，意味一个国家的货物及服务出口金额大于其货物及服务进口的金额。理论上，该国可以将所得差额用于境外投资或购买外币资产，成为国际资本市场上的放贷者。

相反，经常账户逆差，意味一个国家的货物及服务出口金额少于其货物及服务进口的金额。为支付货物及服务进口交易，该国需要向外借贷，承担债务。但一般而言，一个国家不能或不应持续地出现经常账户逆差。

过去至少 10 年内地经常账户一直为顺差。2008 年第 4 季顺差高达 1,330 亿美元，其后回落至现时的 789 亿美元（表 4）。按所占国内生产总值的百分比计算，经常账户顺差则从 2007 年 9.6% 的高位降至 2014 年的稍为高于 2.1%（表 5）。

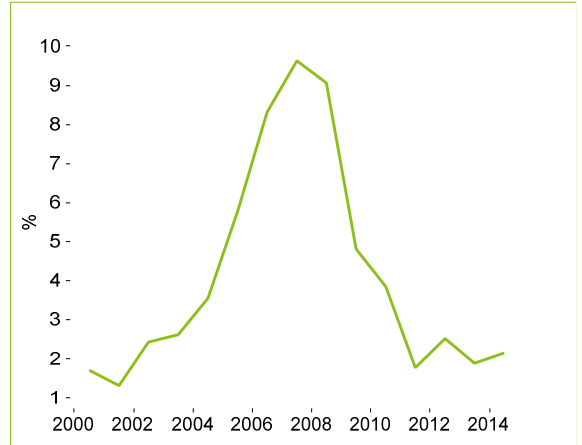


表 4：经常账户收支



数据源：Macrobond，恒生银行

表 5：经常账户收支（占国内生产总值的百分比）

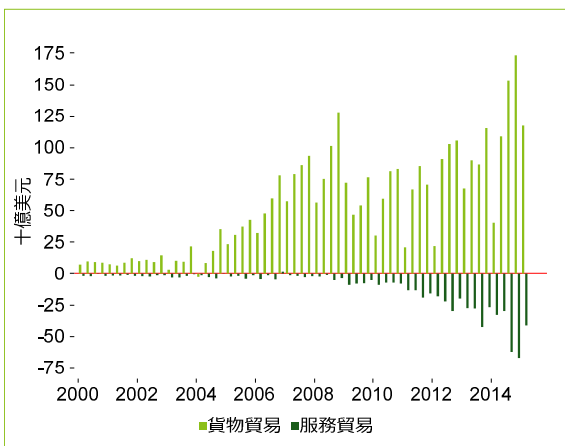


数据源：Macrobond，恒生银行

内地经常账户顺差，主要因为货物贸易带动所致（表 6）。多年来，经常账户下的服务贸易收支均为逆差。自 2011 年起，随着内地旅客于境外消费增多，服务贸易逆差更显著扩大（表 7）。

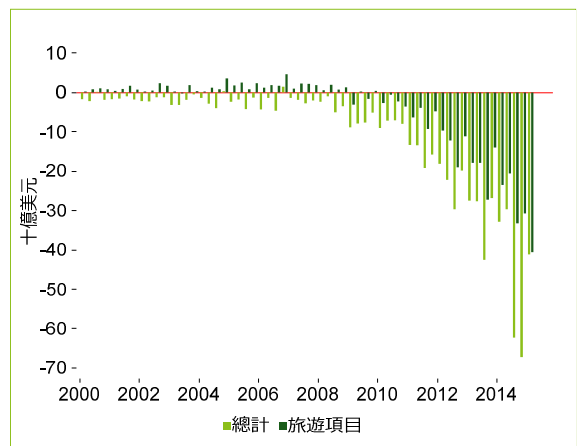
短期而言，货物贸易顺差金额大概仍会远高于服务贸易逆差的金额。但假如未来货物贸易顺差继续平稳，服务贸易逆差持续扩大，长远可能为内地经济及金融环境带来风险，因为经常账户的收支状况可能因而逆转，由顺差转为逆差。

表 6：经常账户收支（按类别划分）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 7：服务贸易收支



数据源：Macrobond，恒生银行



资金紧绌

资金持续流走，或会导致内地金融市场资金紧绌。正如我们于 3 月份的报告所指，当资金流走，人行抛售外汇资产以维持人民币汇价稳定，人行资产负债表资产项目下的外汇资产及负债项目下纪录为「储备货币」的商业银行于人行的存款会一同下跌（表 8）。假若存款准备金率（即商业银行的存款中不能用于放贷并需存放于人行作准备金的比例）维持不变，商业银行便可能需要减少于私人市场的贷款，将资金存放回人行作存款，以满足存款准备金率的要求。

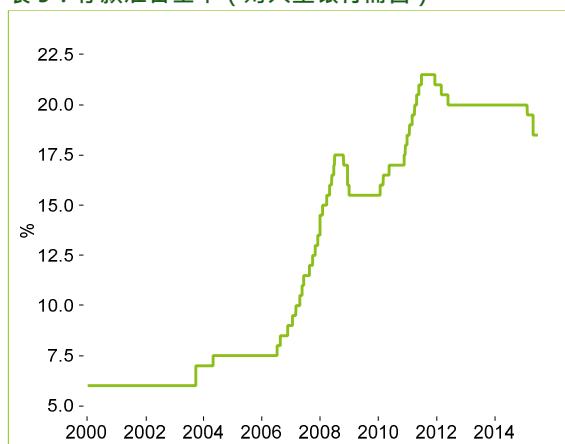
为减轻资金流走对内地金融市场的影响，人行可以削减存款准备金率。从 2 月初至今，人行已先后两次调低存款准备金率，由之前的 20% 降至目前的 18.5%，这亦是自 2011 年 1 月以来的最低水平（表 9）。

表 8：资金流出（以 1 美元兑 6 元人民币作说明）

中国人民银行			
②	外汇资产	- 6 人民币	②
		↓	
③	(外汇资产本为美元)	- 1 美元	③
商业银行业务			
	商业银行存款 (储备货币的一部分)	- 6 人民币	②
		↓	
	(兑换成美元)	- 1 美元	③
商业银行			
①	现金	- 6 人民币	①
		↓	
④	(兑换成美元)	- 1 美元	④
	客户存款	- 6 人民币	①
		↓	
	(兑换成美元)	- 1 美元	④

数据源：恒生银行

表 9：存款准备金率（对大型银行而言）



数据源：Macrobond，恒生银行



避免内地金融市场资金紧绌的另一方法是人行放宽银根，透过印钞向商业银行提供贷款，藉此扩大其资产负债表规模。我们于较早前的报告已指出，人行正实施宽松货币政策。² 再者，人行向金融市场投放的资金较流出境外的资金还要多。

从 2014 年第 2 季到今年第 1 季期间，人行累计印钞（即其资产负债表负债项目下的储备货币增加金额）达 15,850 亿人民币。同期资金净流出（即人行资产负债表资产项目下的外汇资产减少金额）则仅为 3,970 亿人民币（表 10）。³

表 10：人行资产负债表（2015 年 3 月对比 2014 年 6 月）

人民银行

(亿人民币)				(亿人民币)			
	2014-06	2015-03	变动		2014-06	2015-03	变动
外汇资产	272,130	268,160	-3,970	储备货币	279,900	295,750	15,850
其他国外资产	8,040	7,910	-130	非储备货币存款	1,520	1,730	210
对政府的债权	15,310	15,310	0	债券	7,130	6,520	-610
对银行及非银行金融机构的债权	23,370	39,330	15,960	国外负债	1,480	1,410	-70
对非金融机构的债权	20	40	20	政府存款	33,280	29,830	-3,450
其他	10,830	11,480	650	其他负债	6,170	6,770	600
				资本	220	220	0
总计	329,700	342,230	12,530	总计	329,700	342,230	12,530

数据源：中国人民银行，恒生银行

部份市场人士认为，人行放宽银根的效用不大，因为一方面人行向市场投放资金，但另一方面资金却流出境外。然而，我们上述的分析显示，人行注入市场的资金远多于流出境外的资金。值得注意的是，资金流走部份原因是内地经济放缓，当内地经济回稳，不排除资金流向会逆转。

总体而言，我们认为资金流走并非人行削减存款准备金率及扩大其资产负债表规模的主因，而是因为资金流走可能导致内地金融市场资金紧绌，继而引发利率上升及投资下降，所以人行采取措施希望降低这方面的风险。⁴

² 恒生银行，《中国经济月报》，2015 年 3 月及 5 月。

³ 按整体国际收支平衡表逆差计算，期间资金净流出金额为 1,105 亿美元，以每美元兑 6.20 人民币计，相当于 6,850 亿人民币。

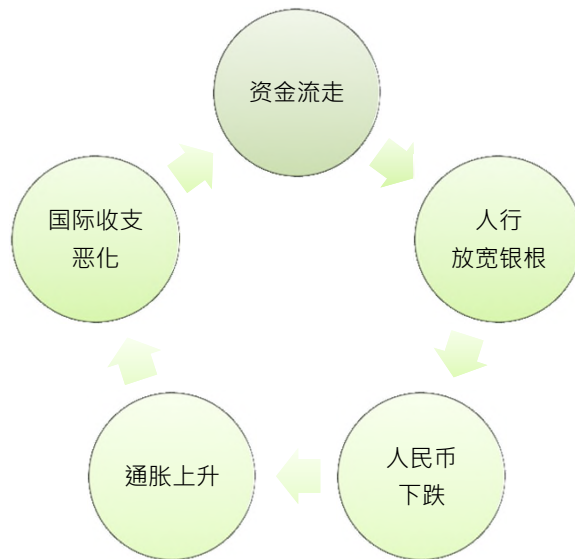
⁴ 部份市场人士认为央行不应被资金流向左右决策。在 1990 年代后期的亚洲金融风暴期间，部份央行收紧而非放宽货币政策，以应对资金流走，但其后此举却被视为是拖累经济增长，继而引发更多资金流走的原因。



汇率风险上升

部份市场人士亦担心内地经济会步入恶性循环，因为人行放宽银根或导致人民币贬值，后者可能推高通胀及货物和服务出口的价格，继而引致国际收支状况恶化，令更多资金流走（表 11）。这方面的担忧不难理解，我们早前已指出，人行印钞但其外汇资产却没有相应增加，亦即背后并无美元的十足支持。⁵ 按理，这或导致人民币汇价下跌。另外，从经济学的角度看，内地逐步容许资金跨境流通，人行放宽银根，亦可能不利于人民币汇价。⁶

表 11：恶性循环的忧虑



数据源：恒生银行

不过，我们亦要知道央行推行宽松货币政策不一定代表汇率会下跌。2007 至 2008 年金融风暴后，美国联邦储备局推出量化宽松货币政策，当时不少市场人士推测美元或大幅下挫，但这最终并没有发生。相反，美元只徘徊于低水平一段时间，近期更上升至近年的高位（表 12）。

⁵ 恒生银行，*中国经济月报*，2015 年 3 月及 5 月。

⁶ 既要有独立的货币政策，又要资金跨境流通，汇率波动增加在所难免。



毕竟，预测汇率走向不只分析汇率的供求。其他因素如市场对经济增长及利率走向的预期、投资气氛，以及其他货币的变动亦相当重要。例如，人民币兑美元下跌，可能是因为市场预期联储局加息推高美元，而非人行放宽银根。

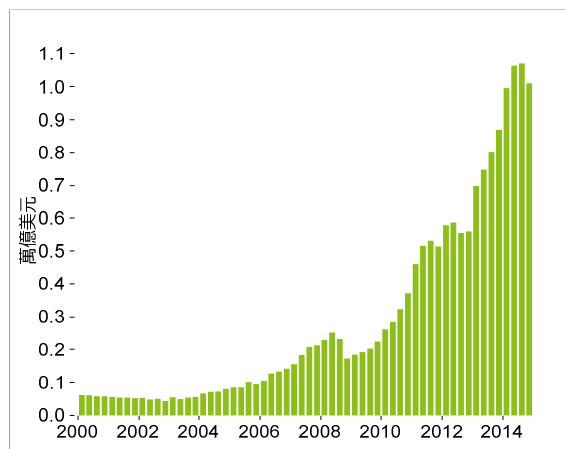
就此而言，我们认为内地经济面对的汇率风险正在上升。近年由于多国央行包括联储局、欧洲央行及英伦银行大幅调低利率至极低水平，令内地企业增加外币借贷。国际清算银行的数据显示，境外银行对内地居民、企业及银行的贷款余额由 2010 年的 3,720 亿美元上升至 2014 年超过 1 万亿美元（表 13）。假若人民币汇价下跌，不论是因为人行放宽银根，或是其他因素如市场憧憬联储局加息所致，内地企业的外债相对于其人民币资产便会急升。这样，内地企业或有倒闭之虞，亦不利于内地整体经济的发展。

表 12：联储局美元指数



数据源：Macrobond，恒生银行

表 13：境外银行对内地的贷款



数据源：Macrobond，恒生银行



中国经济统计资料

2015年6月

	国内生产总值		工业产出	固定资产投资	社会消费品零售总额	对外贸易			居民消费价格		
	名义	实质	实质	名义	名义	出口	进口	贸易差额	食品	非食品	
	10 亿人民币	按年 (%)	按年 (%)	累计 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿美元			按年 (%)
2010	40,151	10.4	15.7	24.5	18.4	31.3	38.7	183.1	3.3	7.2	1.4
2011	47,310	9.3	13.9	23.8	17.1	20.3	24.9	155.1	5.4	11.8	2.7
2012	51,947	7.7	10.0	20.6	14.3	7.9	4.3	231.1	2.6	4.9	1.6
2013	58,802	7.7	9.7	19.6	13.1	7.9	7.3	259.7	2.6	4.7	1.6
2014	63,646	7.4	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
2015 预测	NA	7.0	8.0	14.0	12.0	8.0	4.0	496.0	2.0	3.0	1.5
2013 第 3 季	13,875	7.8	10.1	20.2	13.3	4.0	8.4	61.5	2.8	5.3	1.6
第 4 季	18,208	7.7	10.0	19.6	13.5	7.4	7.2	90.5	2.9	5.5	1.6
2014 第 1 季	12,821	7.4	8.7	17.6	12.0	-3.4	1.6	16.7	2.3	3.5	1.7
第 2 季	14,083	7.5	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	15,086	7.3	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	21,656	7.3	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2015 第 1 季	14,067	7.0	6.4	13.5	10.6	4.7	-17.6	123.7	1.2	1.9	0.8
2015 1 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	-3.3	-19.9	60.0	0.8	1.1	0.6
2 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	48.3	-20.5	60.6	1.4	2.4	0.9
3 月	NA	NA	5.6	13.5	10.2	-15.0	-12.7	3.1	1.4	2.3	0.9
4 月	NA	NA	5.9	12.0	10.0	-6.4	-16.2	34.1	1.5	2.7	0.9
5 月	NA	NA	6.1	11.4	10.1	-2.5	-17.6	59.5	1.2	1.6	1.0
年初至今	14,067	7.0	6.2	11.4	10.4	0.7	-17.3	217.3	1.3	2.0	0.9

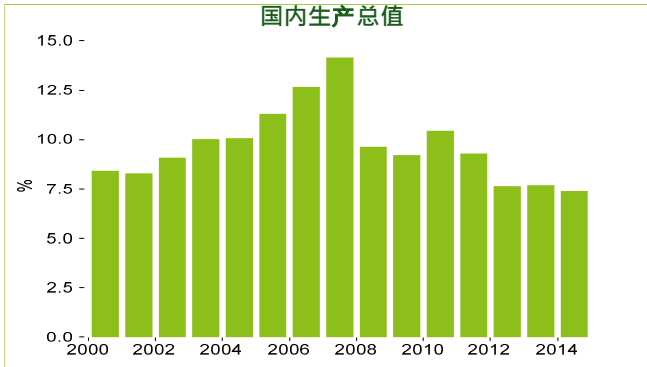
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)		
2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897	14,019
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	62,990	15.0	8,200	6.0	13.8	3,312	-3.7	6.2303	15,760
2013	104,380	13.8	71,900	14.1	8,890	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	17,290
2014	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2055	16,460
2015 预测	122,969	8.0	91,680	12.2	10,000	5.2	12.0	3,800	2.0	6.30	17,000
2013 第 3 季	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.0	14.2	3,663	6.2	6.1209	3,808
第 4 季	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	3,322
2014 第 1 季	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.0	12.1	3,948	5.5	6.2171	5,600
第 2 季	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.0	14.7	3,993	2.2	6.2031	4,920
第 3 季	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1394	2,280
第 4 季	113,860	9.1	81,680	13.6	2,098	5.6	12.2	3,843	1.7	6.2055	3,503
2015 第 1 季	124,887	14.5	85,907	14.7	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	4,602
2015 1 月	122,406	18.3	83,699	14.3	1,471	5.6	10.8	3,813	29.4	6.2506	2,047
2 月	122,325	16.0	84,722	14.7	1,020	5.6	12.5	3,802	16.4	6.2694	1,357
3 月	124,887	14.5	85,907	14.7	1,180	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	1,239
4 月	125,758	16.0	86,615	14.4	708	5.4	10.1	NA	10.5	6.2032	1,050
5 月	128,990	17.5	87,520	14.3	901	5.1	10.8	NA	NA	6.1976	1,220
年初至今	128,990	17.5	87,520	14.3	5,280	5.1	10.8	3,730	10.5	6.1976	6,913

NA: 不详; (A)= 实际数字; (F)= 恒生预测数字; yoy= 按年变幅; ytd= 累计年初至今变幅

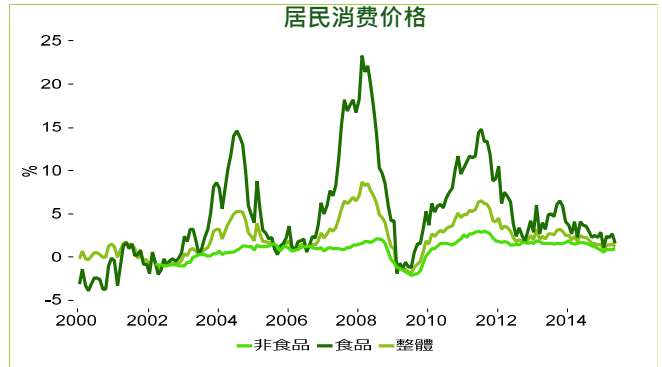
数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行



中国经济月报



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



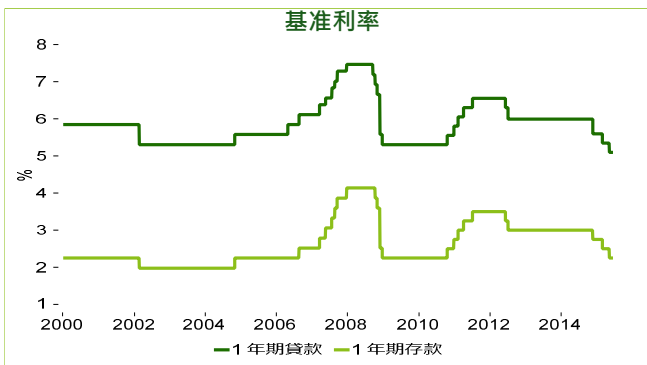
数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。