

日期: 2010 年 10 月 19 日



胡月晓

021-53519888-1917

huyuexiao@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090146

报告编号:

相关报告:

《人民币对美元升值幅度的估算》

——2010 年 6 月 23 日

《汇率将走向结构性升值 有效汇率趋降》

(2010 年 3 月 31 日)

“热钱”并无加速流入迹象

■ 主要观点:

美联储再度宽松政策引发“热钱”流入担忧

由于美元在国际货币体系中的“盟主”地位,美元将再度“放水”的预期,立即引起了其它货币对美元的被动升值;市场对人民币将升值的预期升温再度被强化。美联储再度量化宽松政策的预期引发了各国货币的被动性升值,从而推高了人民币升值的目标价位。由于中国政府多次重申,人民币升值将根据国内经济状况逐步调整,即走小幅、稳步升值的路线,市场有理由认为,缓步升值的方式将引起“热钱”的流入。外汇储备加速增加的态势,似乎验证了“热钱”加速流入的市场担忧!

储备货币增加减速表明“热钱”并无加速流入

热钱流入将引起货币当局储备货币项目的增加。从央行资产负债表上看,不计入储备货币的金融性公司存款项目和发行债券项目,今年以来都保持了基本平稳的态势。比较外汇储备和储备货币的变动情况,实际上1、2季度才更有可能是我国“热钱”流入的窗口。7、8月份实际上是我国货币“消失”时期。

3季度不可解释外汇储备增加数值低

从外汇储备增加的来源上看,三季度外汇储备增长的项目有:贸易顺差 653 亿美元;利用外资 229.1 亿美元;金融项目 100 多亿美元;货币升值 800 多亿美元;储备收益 125 亿美元。按以上数据计算,三季度我国外汇储备增加数为 $125+800+100+229+653=1907$ (亿美元),与实际增加数 1940 亿美元大抵相当。我们认为,在中国资本项目有限开放的情况下,热钱流入的规模既有限、也可控。

无“热钱”并不减轻货币回收压力

由于我国本已处在流动性过分充裕状态,在货币回收仍没启动的现实状况下,通过正常渠道流入的资金和贸易顺差,就足以让中国流动性充裕程度更加泛滥。中国流动性回收的最佳时间窗口已经关闭,价格预期已经成为现实的压力。

美联储再度宽松政策引发“热钱”流入担忧

美联储，FED) 9 月 22-23 日议息会议后发布声明，由于资源充裕可能继续打压成本压力，且长期的通胀预期稳定，委员会预计通胀将在一段时间内维持在较低的水平。在这样的情况下，美联储将动用所有可利用的工具推动经济复苏，并保持物价稳定。委员会将维持联邦基金利率在 0-0.25% 的目标区间不变，并预计受经济状况影响，联邦基金利率将在较长时间内持于超低水准。为了向抵押贷款和楼市提供支撑，并改善民间信贷的整体状况，美联储将购买总计 1.25 万亿美元规模的机构抵押贷款支持证券(MBS)和高至 2000 亿美元的机构债，委员会将逐步放缓购买这些证券的步伐，以促进市场平稳过渡，并预计将在明年首季结束前完成购买计划。

美联储的声明和随后官员的讲话和表态，迅速使市场对美国将再度实施量化宽松政策的预期升温。由于美元在国际货币体系中的“盟主”地位，美元将再度“放水”的预期，立即引起了其它货币对美元的被动升值；由于中国对美贸易顺差 5 月份后又上升了一个台阶，开始恢复并超越金融危机前的水平，人民币升值压力自然大增，市场对人民币将升值的预期升温再度被强化。

自 2010 年 6 月货币当局宣布将再次推进人民币汇率形成机制改革以来，市场一直存在着对人民币升值的预期。美联储再度量化宽松政策的预期引发了各国货币的被动性升值，从而推高了人民币升值的目标价位。由于中国政府多次重申，人民币升值将根据国内经济状况逐步调整，即走小幅、稳步升值的路线，市场有理由认为，缓步升值的方式将引起“热钱”的流入。9 月末，国家外汇储备余额为 26483 亿美元，同比增长 16.5%。10 月 13 日，人民银行公布了 9 月末我国外汇储备余额，三季度外汇储备呈现加速增长态势。2010 年上半年外汇储备余额增加 551 亿美元；三季度末，国家外汇储备余额 26483 亿美元，较二季度末增加 1940 亿美元。外汇储备加速增加的态势，似乎验证了“热钱”加速流入的市场担忧！

储备货币增加减速表明“热钱”并无加速流入

从央行资产负债表上看，热钱流入将引起货币当局储备货币项目的增加，除非流入的资金是存储在民间，即“藏汇于民”的（那么这部分资金也不会引起国内流动性的变化，不会对国内货币体系形成冲击）。此外，还有二项能够抵消储备货币增加的因素，一是公开市场操作对货币的回收，二是存款准备金对储备货币的冻结。这二项因素将要么使不计入储备货币的金融性公司存款项目增加，要么发行债券项目增加。从央行资产负债表上看，不计入储备货币的金融性公司存款项目和发行债券项目，今年以来都保持了基本平稳的态势。

表1 货币当局资产负债表（期末值：亿元）

时间	2009年12月	2010年3月	2010年6月	2010年8月
总资产	227535.02	236,090.67	242,932.04	246,123.45
国外资产	185333.00	192,118.96	198,356.34	202,533.93
外汇国外资产	175154.59	182,310.84	188,703.99	192,833.34
货币黄金国外资产	669.84	669.84	669.84	669.84
其他国外资产	9508.57	9,138.28	8,982.51	9,030.75
对政府债权	15661.97	15,625.89	15,621.19	15,583.11
对中央政府债权	15661.97	15,625.89	15,621.19	15,583.11
对其他存款性公司债权	7161.92	8,618.22	8,966.50	9,090.85
对其他金融性公司债权	11530.15	11,514.57	11,498.54	11,472.87
对非金融性公司债权	43.96	43.96	43.96	43.96
其他资产	7804.03	8,169.07	8,445.52	7,398.73
总负债	227535.02	236,090.67	242,932.04	246,123.45
储备货币	143,985.00	150,032.84	154,234.48	154,473.80
货币发行	41,555.80	42,836.09	42,566.89	43,541.38
金融性公司存款	102,429.20	107,196.75	111,667.58	110,932.43
其他存款性公司存款	102,280.67	107,057.69	111,506.39	110,766.40
其他金融性公司存款	148.52	139.06	161.19	166.02
不计入储备货币的金融性公司存款	624.77	649.58	612.40	636.44
发行债券	42,064.21	43,442.31	46,975.16	47,179.63
国外负债	761.72	746.69	719.10	716.10
政府存款	21,226.36	23,251.03	31,023.02	34,861.33
自有资金	219.75	219.75	219.75	219.75
其他负债	18,653.20	17,748.46	9,148.14	8,036.39

数据来源：人民银行，上海证券研究所

比较外汇储备和储备货币的变动情况，实际上1、2季度才更有可能是我国“热钱”流入的窗口。7、8月份实际上是我国货币“消失”时期。

表2 货币项目的变动情况（人民币：亿元）

编号	变动值	1季度	2季度	3季度（8月末）
1	储备货币	6048	4202	239
2	不计入储备货币的金融性公司存款	25	-37	24
3	发行债券	1378	3533	204
4	外汇储备	3272	488	13000
1+2+3-4	差项=“热钱”	4179	7210	-12533

数据来源：上海证券研究所

3季度不可解释外汇储备增加数值低

在2008年时，市场也曾怀疑有大规模的热钱流入中国，但事后证明并无此事。为严厉打击“热钱”等异常跨境资金流入，维护国家经济金融安全，从2010年2月开始，国家外汇管理局在13个外汇业务量

较大的省（市）组织开展了应对和打击“热钱”专项行动，有针对性地对重点主体、重点渠道“热钱”流入进行查处。专项行动数据显示，我国跨境资本流动及外汇收支总体上是合法合规的，尚未发现境外“热钱”有组织、大规模流入境内。

从外汇储备增加的来源上看，三季度外汇储备增长的项目有：

贸易顺差。三季度我国对外经济发展良好，三季度进出口顺差 653 亿美元，超过上半年 553 亿美元的规模；

利用外资。三季度实际利用外资 229.1 亿美元；

金融项目。部分境内大型企业境外上市融资调回结汇，如中国农业银行香港股票市场上市筹资 100 多亿美元；

货币升值。货币折算和资产价格变动增加外汇储备，三季度主要非美元货币兑美元总体升值，特别是欧元兑美元大幅升值 11%，使得外汇储备中非美元货币折算成美元，加上资产价格变动影响后增加了 800 多亿美元储备。

储备收益。储备经营收益也导致储备规模增加。多年以来中国外汇储备的收益率高于美国的通胀率，按季度 0.5% 的保守估计，3 季度我国储备收益达 125 亿美元。

按以上数据计算，三季度我国外汇储备增加数为 $125+800+100+229+653=1907$ （亿美元），与实际增加数 1940 亿美元大抵相当。

国家外汇管理局有关负责人认为，以“新增外汇占款－贸易顺差－实际利用外资＝热钱”为测算方法，断言“热钱”重新流入境内，这种分析方法有失科学，不但漏掉了服务、收益、证券投资等国际收支交易项目，而且在没有确定外汇占款构成要素及形成机制的情况下，将不同范畴的统计数据进行比对，由此得出的结论也不可取，具有一定的误导性，不利于正确认识跨境资金流动情况。

我们经过测算，三季度我国热钱流入规模确实有限。我们认为，在中国资本项目有限开放的情况下，热钱流入的规模既有限、也可控。

无“热钱”并不减轻货币回收压力

由于我国本已处在流动性过分充裕状态，在货币回收仍没启动的现实状况下，通过正常渠道流入的资金和贸易顺差，就足以让中国流动性充裕程度更加泛滥。中国流动性回收的最佳时间窗口已经关闭，价格预期已经成为现实的压力。

分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。