

专题报告

吹皱一池春水

2011年5月3日

国际资本流动对国内资本市场的影响

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	15.1
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.2
1年期贷款利率	5.81	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (3月)

工业	14.8
城镇投资	25.0
零售额	17.4
CPI	5.4
PPI	7.3

资料来源: CEIC, 招商证券

核心观点:

- 1、一个新视角——影响国内资本市场的国际资本流动因素。从 2010 年以来, 可以明显观察到国际资本流动对国内股票和债券市场的影响力在增加, 关键事件包括 4 月至 5 月的欧洲危机和 10 月的美国 QE2。
- 2、我们认为其逻辑链条在于: 在国内信贷均衡投放的前提下, 国际资本流动通过影响国内流动性状况和利率走势, 成为扰动资本市场的重要因素。
- 3、一个新同步指标——银行代客结售汇统计数据。我们认为, 国家外汇管理局每月公布的“银行代客结售汇数据”是衡量国际资本流动规模的同步指标, 较之外汇占款指标和外汇储备指标有其独特的优点。
- 4、国际资本流动的领先指标——香港利差。为克服结售汇数据滞后的缺点, 我们重点观察香港市场的港元利差和香港市场的人民币升值预期。香港作为最接近内地的开放国际金融中心, 被国际资本视为买卖中国资产的最好代理市场。因此, 香港市场利差和人民币升值预期能领先和有效反映国际资本对中国内地的态度。
- 5、金融全球化背景下, 国际资本流动可能成为理解国内资本市场波动的关键因素。短期, 我们认为通胀的再挂钩使得欧美等发达国家将被迫开始从超宽松货币政策中推出, 国际资本流入新兴经济体的势头将得到强化。目前, 美联储只是从超宽松货币政策中退出, 还未到全球流动性显著收紧的时期, 还未到挤破新兴市场泡沫的时机。中期, 国际资本流动对国内的资产价格可能继续产生正反馈作用, 流入的资本通过增加对中国资产的需求, 通过拉动经济增长以促进盈利的提升; 通过提供充足的流动性和信贷, 通过推动人民币升值压低通胀带来估值水平的提升。这个时期防止资本流入急停 (Sudden Stop) 的负面影响就至关重要了。

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

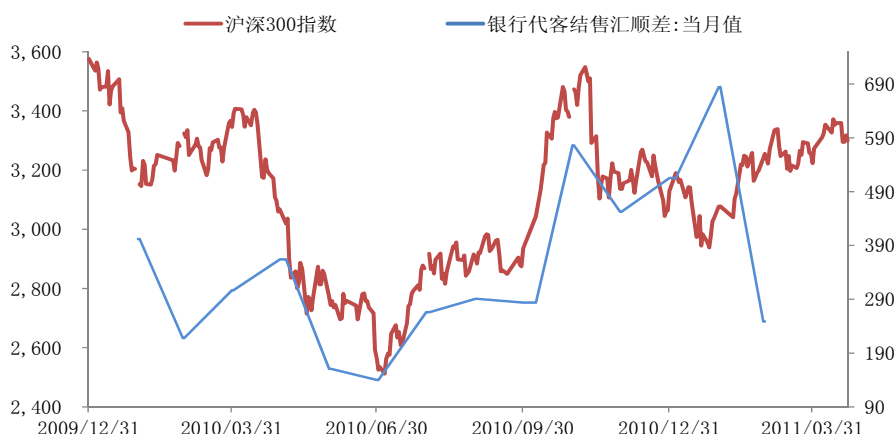
852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

图: 2010年以来银行结售汇顺差与沪深300走势一致

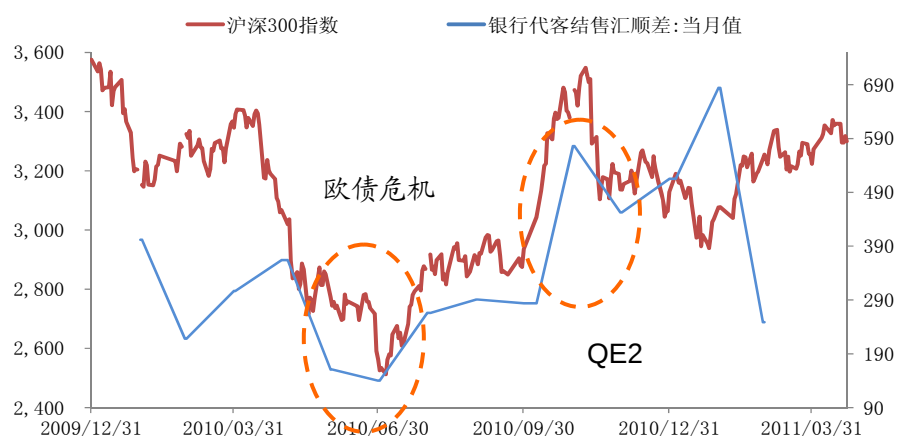


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

1、一个新视角——影响国内资本市场的国际资本流动因素

2010 年以来国际资本流动对国内股票市场的影响力显著增加。从 2010 年以来，我们观察到中国股票的走势与国际资本流入（以银行代客结售汇数据代表）的走势基本一致。2010 年 4 月中旬在欧洲债务危机的冲击下，中国国际资本流入的规模从前 4 个月的月均 2500 亿元人民币，下降到 2010 年 5 月和 6 月的月均 1200 亿元人民币，缩水 50%。同期，A 股市场出现了明显的调整。与此形成鲜明对比，2010 年 10 月美联储宣布实行第二轮量化宽松货币政策（QE2），当月国际资本流入规模超过 5000 亿元人民币，较正常月份扩大一倍。在资金和乐观情绪的推动下，A 股市场 9 月下旬至 11 月上旬的累计最大升幅超过 20%。从图 1 可见，两者之间唯一的背离走势出现在 2011 年 1 月和 2 月，我们分析认为，正是这一背离揭示了国际资本流动影响国内股票市场的逻辑链。

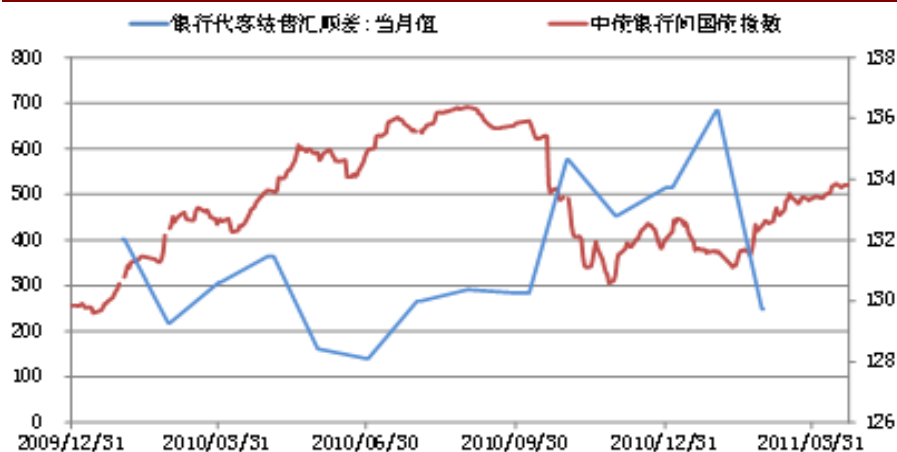
图1：2010年以来银行结售汇顺差与沪深300走势一致



资料来源：WIND，招商证券研发中心

国际资本流动对国内债券市场的影响力也在增加。观察 2010 年以来债券市场状况可以看出，国内银行间债券指数与国际资本流动的关系也有比较密切的关系，表明资本流动对债市的影响力也不容忽视。

图2：银行结售汇顺差与国内债券指数走势相反



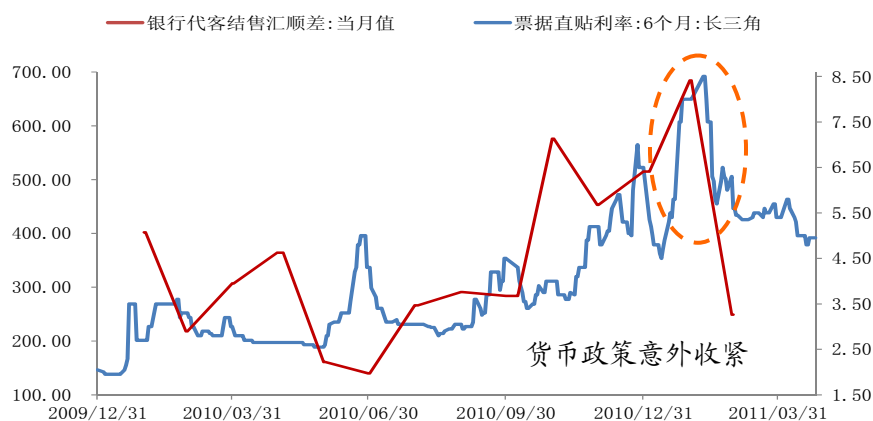
资料来源：WIND，招商证券研发中心

观察以上事实，我们认为：2010 年以来，国际资本流动因素对国内股票和债券市场的影响力在增强，忽视国际资本流动因素无疑会对国内市场的一些波动感到困惑。

2、逻辑链条——国际资本流动改变银行间市场流动性状况

国际资本流动影响国内资本市场的关键环节是银行间市场流动性状况。我们认为，国际资本流入之所以同时对国内股票和债券市场产生显著影响，其关键环节就是资本流动的变化会明显改变银行间市场的流动性状况和短期利率水平，而这一点在信贷规模控制的情况下，表现的更为充分。我们可以将银行间资金比作资金水池，两个最重要的入水龙头分别是新增信贷和外汇占款。以 2010 年为例，大水龙头信贷投放 7.95 万亿，考虑信托贷款和票据融资，共近 10 万亿。小水龙头外汇占款新增近 3 万亿。在国内信贷均衡投放的前提下，大水龙头的流量受到控制，小水龙头流量的变化成为影响国内资本市场流动性状况的重要因素。图 3 可见，资本流入状况在多数情况下与票据贴现利率走势相反。唯一的例外是 2010 年末和 2011 年 1 月。

图3：银行结售汇顺差改变银行间流动性状况



资料来源：WIND，招商证券研发中心

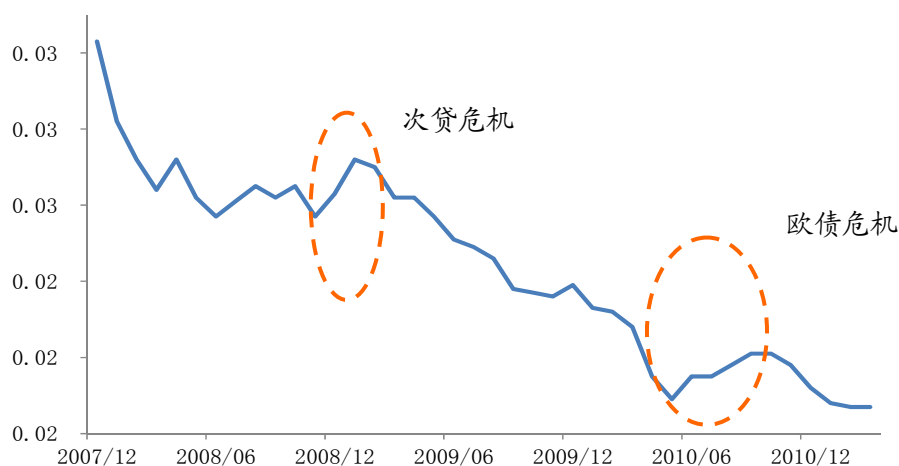
国际资本流动是理解和预判数量型货币政策措施的关键。考虑了影响银行间资金池的两个入水龙头就不能不讨论排水龙头——以公开市场操作和存款准备金为主的数量型货币政策。央行为把好流动性的总闸门，对抗通胀，需要保持银行间市场流动性的适度紧张。为此，就需要在两个入水龙头放水，流动性宽裕的情况下通过货币政策向外排水，排入央行的资金“池子”。我们可以观察到，2010 年 12 月末到 2011 年 1 月，虽然信贷增速不慢，国际资本流入规模较高，但一方面由于央行祭出差别准备金利器真正管住了信贷，另一方面通过 12 月和 1 月两次提高存款准备金锁住了 7000 亿存款，成功控制了流动性，使得短期利率高企，压低了股票和债券市场。

我们的基本结论是：在信贷规模控制的情况下，国际资本流入是影响国内流动性的重要因素，在央行通过公开市场操作和提高准备金率对冲流动性之前，资本流入通过压低利率影响资本市场走势。综合考虑信贷和国际资本流入，才能更准确把握数量型货币政策决策及其对市场的影响程度。

3、一个新同步指标——银行代客结售汇统计数据

银行代客结售汇数据是监测国际资本流动的重要指标。目前市场上观察国际资金流动的主要指标包括外汇储备和外汇占款。我们认为，国家外汇管理局从 2010 年 1 月开始公布的银行代客结售汇数据在衡量国际资本流动方面较以上两个指标有其独特的优点。银行代客结售汇是指外汇指定银行为客户办理的结汇和售汇业务，结汇是指客户将外汇卖给外汇指定银行，客户得到等值人民币；售汇是指外汇指定银行将外汇卖给客户，客户支付等值人民币；结售汇顺差是指一段时间内客户净卖给银行的外汇或净得到的等值人民币。由于经济主体持有外汇的意愿低，所以从境外流入的资本基本都净结汇给银行，体现为银行的代客结售汇顺差。

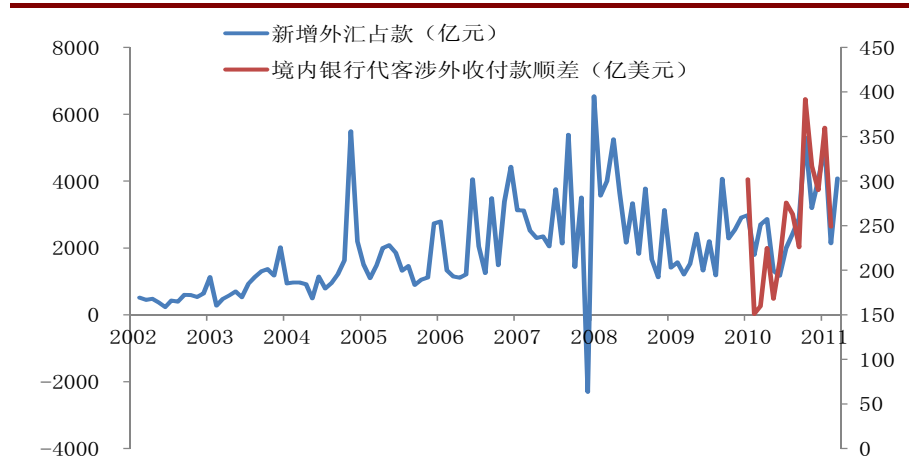
图4：外汇存款占比持续下降表明经济主体持有外汇的意愿低



资料来源：WIND，招商证券研发中心

银行代客结售汇指标较外汇储备指标有其独特的优点。银行得到客户净结的外汇后出售给中国人民银行，从人民银行得到人民币。人民银行持有的外汇成为外汇储备，银行因出售外汇得到的人民币成为外汇占款。银行结售汇数据在衡量国际资本流动方面之所以优于外汇储备数据是因为：央行公布的外汇储备数据是存量，而因为我国的外汇储备以美元记值，规模已超过 3 万亿美元，且其中非美元外汇储备占比已超过 35%，所以非美元外汇储备特别是欧元储备的汇率波动可能对当月外汇储备余额产生较大干扰（此观点我们已在《测算热钱流入的残差法失之粗糙》（2010 年 2 月）讨论过）。比如，受欧洲债务危机中欧元汇率贬值影响，2010 年上半年央行公布外汇储备余额 24542 亿美元，较上年末的 23991 亿美元仅增加 551 亿美元。而根据《国际收支平衡表》统计，2010 年上半年我国外汇储备的交易额（剔除汇率波动）1780 亿美元，这明显高于储备余额变动额。而同期的银行代客结售汇顺差为 1592 亿美元，与国际收支平衡表统计的国际资本流入规模更为接近。

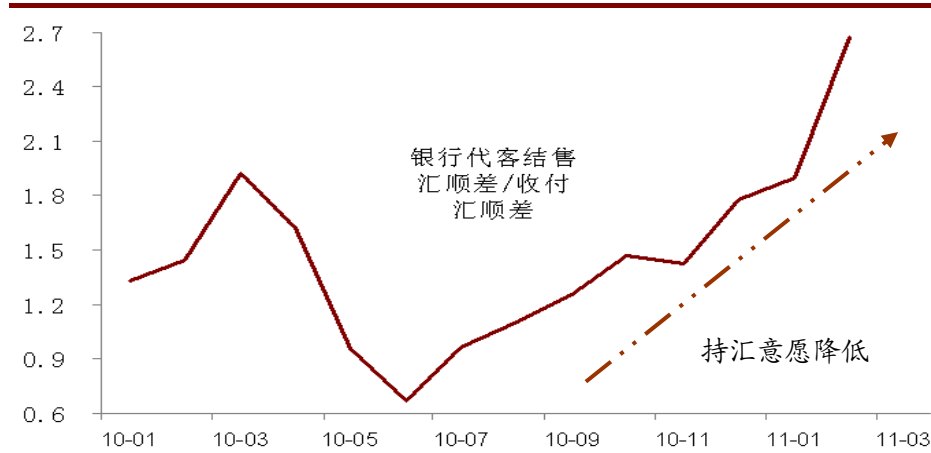
图5：2010年银行结售汇顺差与外汇占款波动接近



资料来源：WIND，招商证券研发中心

银行代客结售汇指标较外汇占款指标有其独特的优点。从前面我们对结售汇的描述看，在正常情况下，外汇占款和银行结售汇是国际资本流入的不同表现形式。因此，从2010年以来的比较看，银行代客结售汇数据与外汇占款变动数之间走势基本一致。但银行代客结售汇数据较之外汇占款有两个优点，一是，在历史上，外汇占款可能受异常值的干扰，如2007年12月。二是，比较银行代客结售汇数据和同期的银行代客收付汇数据可以更好的观察经济主体持有外汇的意愿。

图6：银行结售汇顺差与收付汇的比较可以显示持汇意愿



资料来源：WIND，招商证券研发中心

4、国内资本流动的领先指标——香港利差

关注流动性对国内股票市场影响遇到的最大问题是流动性数据的滞后性，数据公布至少要滞后1个月，而此时市场的波动已经明显体现甚至转向。我们认为，可以通过观察香港的利差、港元汇率波动和即期与远期NDF汇率差来判断流入中国内地的国际资本状况。

内地国际资本流动的领先指标——香港利差。由于与内地紧密的经济和贸易联系，香港被国际资本视为投资中国的桥头堡。Calvo和Reinhart（1996）的研究表明地理位置对资本流入规模有重要影响，一个位于大经济体旁的小经济体吸收的资本流入随大经济体的吸收规模上升而上升。从理论上也支持香港资本流动状况作为观察内地国际资本流动的风向标。同时，又由于香港是资本自由流动的小型开放经济体，所以国际资本的流动