

2011.08.17

风险上升热钱流出，提准空间已然有限

——点评 7 月份外汇占款数据

	陈岚	吕春杰	姜超
	021-38676055	021-38676051	021-38676430
	chenlan7474@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511010021	S0880511010058	S0880511010045

本报告导读：

对 7 月外汇占款数据展开点评

摘要：

- 中国人民银行 8 月 16 日公布的数据显示，今年 7 月份我国金融机构新增外汇占款 2196.26 亿元（约合 340 亿美元），当月顺差和 FDI 分别为 315 亿美元 83 亿美元，因此可以得出 7 月热钱为 -58 亿美元，即 7 月热钱出现了净流出。
- 我们认为，7 月热钱净流出的背后，反映出随着美国和全球经济减速风险上升，全球风险厌恶情绪急剧回升。截至 8 月 16 日 VIX 指数月度均值上升至 33.5%，已经高于去年 2 季度的高峰，在风险厌恶情绪上升的情况下，热钱开始向发达国家低风险低收益的资产转移，同时撤出中国等高风险高收益的新兴市场国家，从而使得中国热钱出现流出，我们预计随着美国和全球经济放缓，未来一段时间 VIX 指数还将继续处在高位，中国的热钱也可能会再度出现净流出。
- 尽管近期人民币升值有所加快，但热钱的流入主要仍与人民币升值预期有关，而人民币升值预期主要受出口增速的影响，与实际升值的幅度并无明显相关性，在美国和全球经济放缓的情况下，出口增速也必然会受到拖累而逐步下降，这将有效抑制人民币升值预期，进而抑制热钱的流入。
- 准备金率与热钱流动情况和外汇占款的增长密切相关，08 年金融危机时期和 10 年 2 季度热钱出现流出时，央行要么降低准备金率，要么暂缓了准备金率的上调，同样的，今年 7 月外汇占款大幅下降，热钱出现净流出，央行也暂停了今年以来一月一次的准备金率上调频率，而根据我们的判断，年内热钱流出仍然可能会出现，外汇占款也将继续保持在较低水平，从而使得准备金率的上调空间将持续受到抑制。
- 考虑到近期人民币升值速度加快，且热钱的流入主要受到升值预期而非升值本身的影响，我们认为未来人民币升值或为央行应对通胀的主要政策工具；在央票一二级市场利差消失后，较准备金更为灵活的公开市场操作也将更多的获得倚重，而在经济通胀回落确定、外汇占款趋降的情况下，加息和提准的空间已然有限，利率和数量政策或均步入观察期。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《加息预期升温，紧缩空间有限》

2011.08.16

《企业资金极度紧张》

2011.08.13

《资金成本上升，政策或趋观望》

2011.08.13

《美国增长或将停滞，中国出口趋势向下》

2011.08.10

《超低利率长期维持，联储政策武器渐尽——对 8 月 9 日议息会议声明的点评》

2011.08.10

目 录

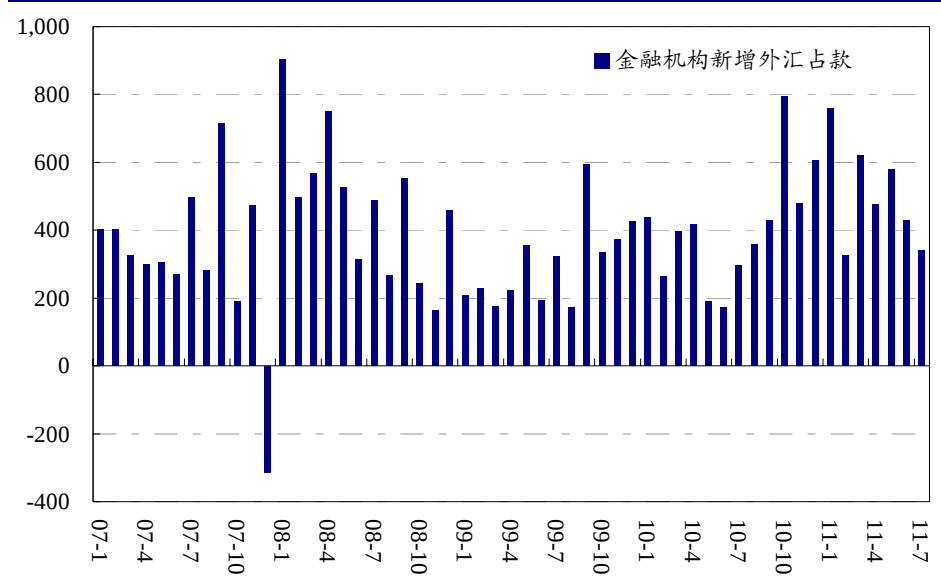
1. 7月外汇占款骤减	3
2. 估算热钱为净流出	3
3. 反映风险厌恶回升	4
4. 热钱仍有可能外流	4
5. 区别升值与升值预期	5
6. 准备金率空间有限	7
7. 汇率和公开市场为主	7

1. 7月外汇占款骤减

中国人民银行8月16日公布的数据显示,今年7月份我国金融机构新增外汇占款2196.26亿元(约合340亿美元),较6月大幅减少577亿元,连续两个月下降,且创下今年以来单月新增量的次低水平。

图1 金融机构新增外汇占款

单位: 亿美元



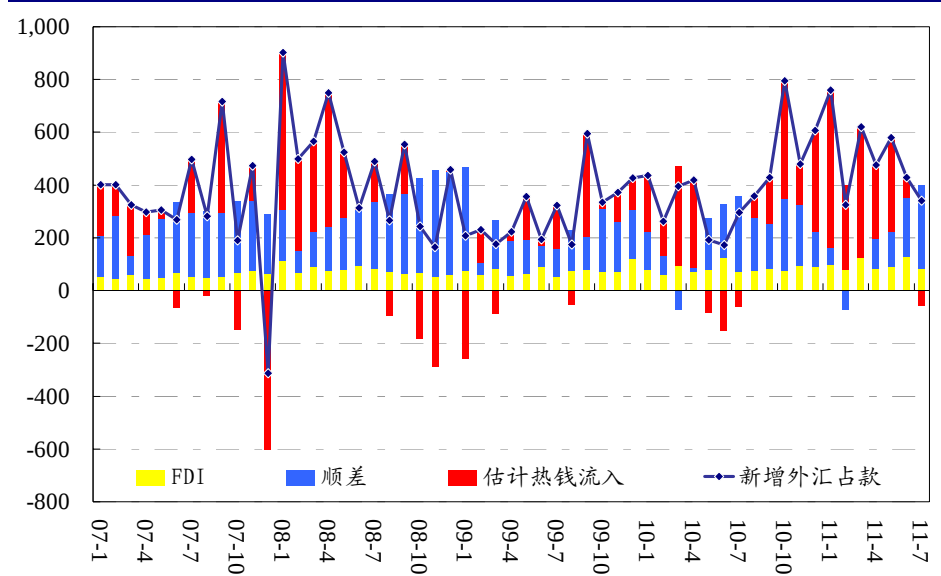
数据来源: 国泰君安证券研究, PBOC

2. 估算热钱为净流出

热钱可以用当月外汇占款减去当月的顺差和FDI来近似得出,7月新增外汇占款340亿美元,当月顺差和FDI分别为315亿美元83亿美元,因此可以得出7月热钱为-58亿美元,即7月热钱出现了净流出。

图2 新增外汇、FDI、顺差和估计热钱流入

单位: 亿美元



数据来源: 国泰君安证券研究, Wind

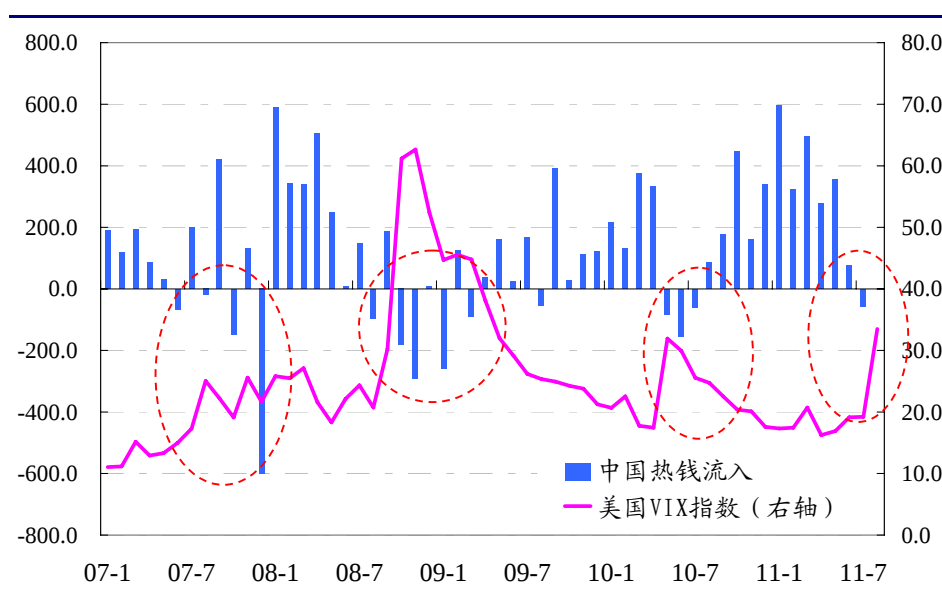
3. 反映风险厌恶回升

我们认为，7 月热钱净流出的背后，反映出随着美国和全球经济减速风险上升，全球风险厌恶情绪急剧回升。

我们曾经提出，中国热钱流入额与中美利差关系不大，而是由海外市场风险偏好所决定的。例如 07 年下半年、08 年下半年和 10 年 2 季度都出现过热钱流出，恰对应着美国 VIX 指数上升、即风险厌恶情绪上升时期。

随着 7 月以来美国债务问题愈演愈烈，标普下调美国主权评级，风险厌恶情绪显著上升，截至 8 月 16 日 VIX 指数月度均值上升至 33.5%，已经高于去年 2 季度的高峰，在风险厌恶情绪上升的情况下，热钱开始向发达国家低风险低收益的资产转移，同时撤出中国等高风险高收益的新兴市场国家，从而使得中国热钱出现流出。

图 3 中国热钱流入和美国 VIX 指数 左轴单位：亿美元；右轴单位：%



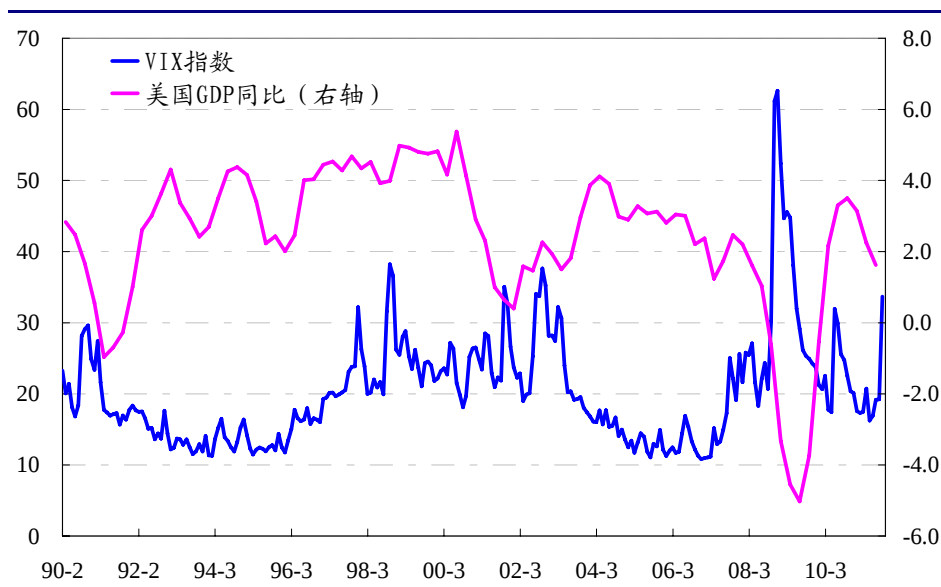
数据来源：国泰君安证券研究，Wind

4. 热钱仍有可能外流

目前 VIX 已从 48% 的高点有所回落，但仍维持在 30% 以上。我们海外宏观团队认为今年下半年美国经济环比增速或降至 0，而法国债务可持续性也不如美国、需要警惕其评级被下调的风险。因此综合来看，未来一段时间 VIX 指数还将继续处在高位，中国的热钱也可能会再度出现净流出。

图 4 美国 VIX 指数和 GDP 同比

单位：%



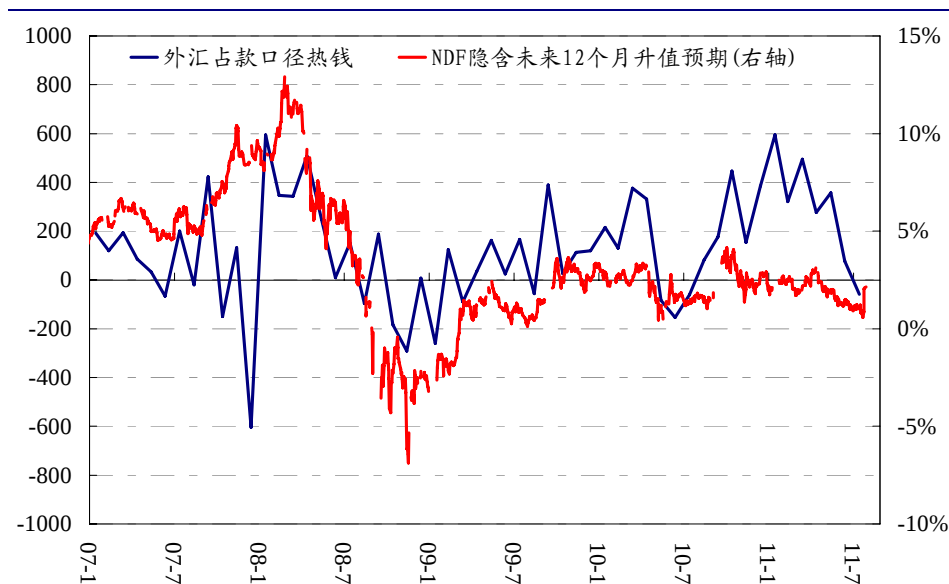
数据来源：国泰君安证券研究，Wind

5. 区别升值与升值预期

当然，全球风险厌恶情绪上升会带来热钱的回流，但升值及其带来的无风险套利机会仍是热钱考虑的重要因素之一，过去 NDF 隐含的人民币升值预期和热钱的走势息息相关，也反映出热钱的这一行为模式。近期人民币升值有所加快，NDF 隐含的升值预期也有所升温，可能会对热钱流入有所影响。

图 5 热钱、NDF 隐含升值预期

左轴单位：亿美元；右轴单位：1

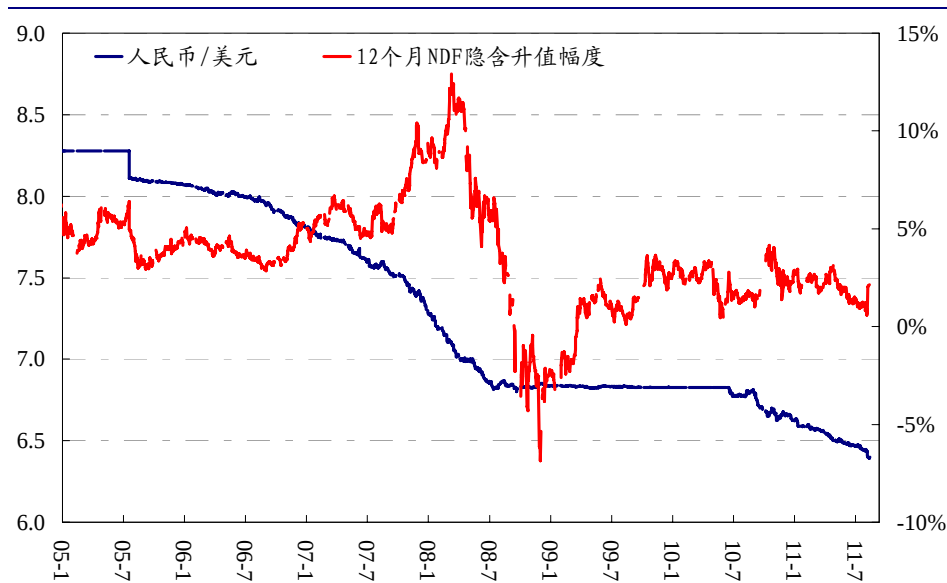


数据来源：国泰君安证券研究，Wind

但是，再进一步细究 NDF 隐含的升值预期形成的原因，我们会发现其与人民币实际升值的幅度并无直接的相关关系，在 08 年中期至 10 年中期，人民币汇率改革步伐暂停，但在此期间，NDF 隐含升值预期也出现了剧烈波动。因此，即使未来货币政策更多的依赖升值作为治理通胀的手段，也不意味着 NDF 升值预期的上升。

图 6 人民币/美元汇率、NDF 隐含升值预期

单位：1

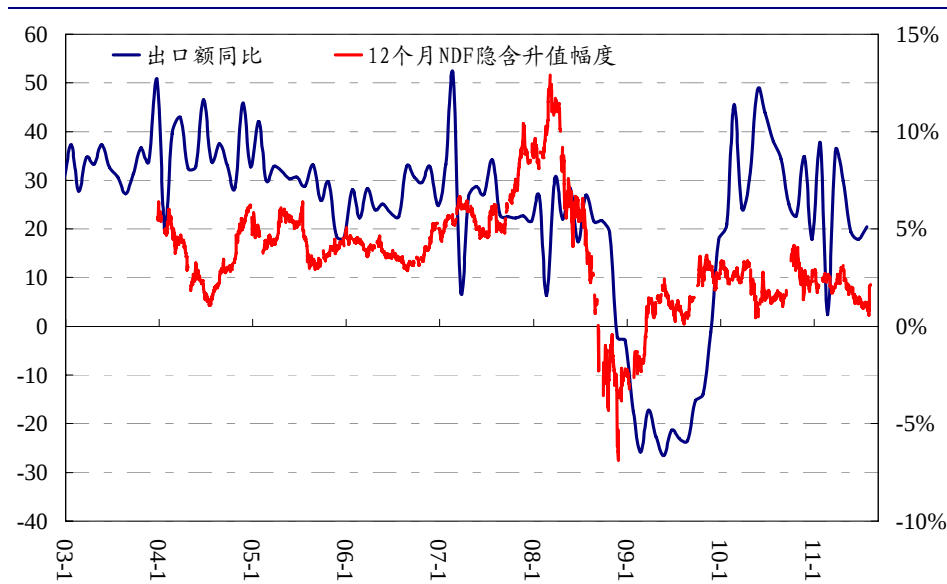


数据来源：国泰君安证券研究，PBOC，Wind

在过去，真正与 NDF 隐含升值预期相关的是出口增速，每当中国出口增速上升时，市场就会预期人民币受到的升值压力将增大，从而使海外市场人民币的升值预期抬头，因此，近期人民币升值预期的上升并非与升值加快直接联系，而是与近期出口增速的反弹相关。

图 7 出口额同比、NDF 隐含升值预期

左轴单位：%；右轴单位：1

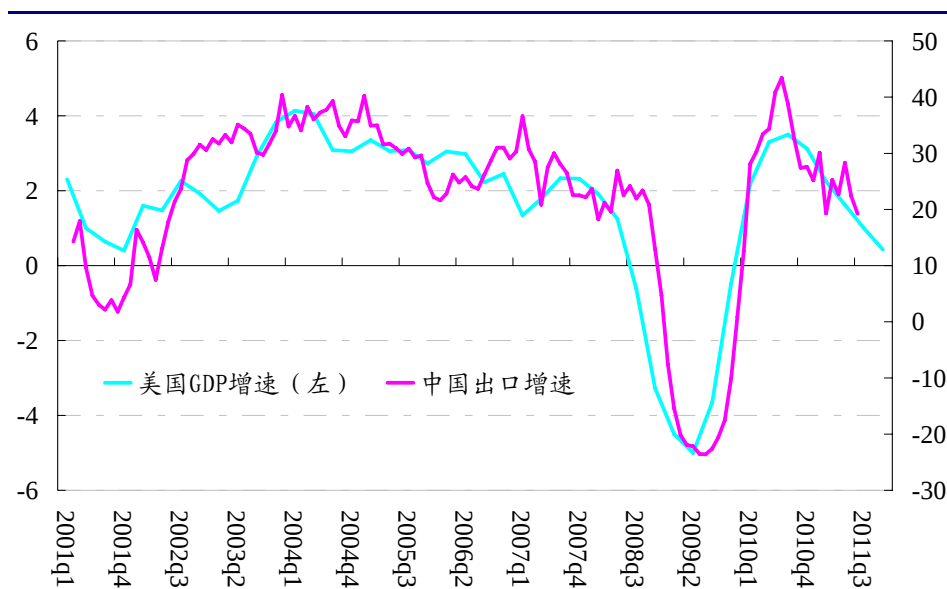


数据来源：国泰君安证券研究，PBOC，Wind

但是，中国的出口增速与美国的经济增速息息相关，由于我们判断美国经济下半年可能将出现环比零增长，相应中国出口在年底单月增速可能将回落至 10% 附近，这将使得海外市场对人民币升值的预期难以回升甚至趋于回落，从而对热钱的流入构成制约。

图 8: 美国 GDP 增速、中国出口增速

单位: %



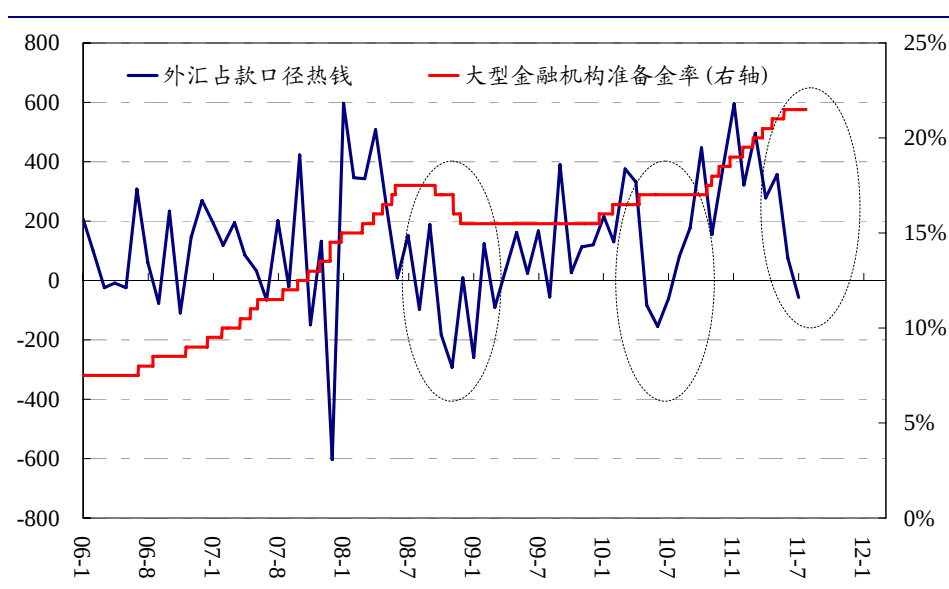
数据来源: 国泰君安证券研究, 海关总署, BEA

6. 准备金率空间有限

准备金率与热钱流动情况和外汇占款的增长密切相关, 08 年金融危机时期和 10 年 2 季度热钱均出现流出时, 央行要么降低准备金率, 要么暂缓了准备金率的上调, 同样的, 今年 7 月, 外汇占款出现大幅下降, 热钱也出现净流出, 央行也暂停了今年以来一月一次的准备金率上调频率, 而根据我们的判断, 年内热钱流出仍然可能会出现, 外汇占款也将继续保持在较低水平, 从而使得准备金率的上调将持续受到抑制。

图 9 热钱、大型金融机构存款准备金率

左轴单位: 亿美元; 右轴单位: 1



数据来源: 国泰君安证券研究, Wind

7. 汇率和公开市场为主

昨日发行的 1 年期央票中标利率意外上行至 3.5840%，超过 1 年定存利率

8.4bps，引发加息预期重新升温，但我们认为，经济通胀回落趋势确定，近期加息的可能性不大。

而从7月外汇占款数据看，在全球经济减速、风险厌恶情绪回升的情况下，热钱已经开始流出，且未来仍有可能持续流出；而尽管近期人民币升值有所加快，但热钱的流入主要仍与人民币升值预期有关，而人民币升值预期主要受出口增速的影响，与实际升值的幅度并无明显相关性，在美国和全球经济放缓的情况下，出口增速也必然会受到拖累而逐步下降，这将有效抑制人民币升值预期，进而抑制热钱的流入。

考虑到近期人民币升值速度加快，且热钱的流入主要受到升值预期而非升值本身的影响，我们认为未来人民币升值或为央行应对通胀的主要政策工具，而在央票一二级利差消失情况下，公开市场回笼能力大幅增强，未来较准备金更为灵活的公开市场操作也将更多的获得倚重，而在经济通胀增速回落确定、热钱和外汇占款流入趋于下降的情况下，我们认为加息和提准的空间已然有限，利率和数量政策或均步入观察期。

作者简介:**陈岚:**

执业资格证书编号: S0880511010021

电话: 021-38676055

邮箱: chenlan7474@gtjas.com

复旦大学经济学硕士, 08 年加入国泰君安证券, 09 年获新财富债券最佳分析师第二名, 10 年获第二名。09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

吕春杰:

执业资格证书编号: S0880511010058

电话: 021-38676051

邮箱: lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

姜超:

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名, 09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		