

外汇占款点评：拐点还是起点？

数据与事件：

📖 人民银行 11 月 21 日公布的数据显示，10 月份中国外汇占款负增长 248.92 亿元，为 2007 年 12 月份至今三年多来的首次负增长

报告摘要：

- 我们之前提示过外汇占款快速减少的风险，但是**外汇占款变成负值**依然有些超出了市场和我们的预期，我们认为，外资流动的波动是 10 月份外汇占款的巨额减少的主要原因。
- 详细地说，贸易顺差由于出口的下行而明显存在收窄的趋势，与人民币升值预期逐步消失，国内资产价格不振作等长期因素结合在一起，造成了本月资本外流和外汇占款的异常减少。
- 人民币的结售汇制度、中国的吸引外资的力度以及中国出口部门创造的庞大贸易顺差使得外汇占款一直成为人民币基础货币发行的最为主要的渠道；而这一事件的意义重大之处在于其可能代表着中国传统货币投放模式的终结。
- 央行的政策选择又进入了一种两难境地：如果要保证流动性供给支持起信贷规模的回升，那么可能开始需要开始考虑降准这样的数量化措施，但是降准所带来的政策信号又是在当下倾向于“无为而治”的央行所不愿意给予市场的。因此，我们认为，进一步加大公开市场的操作规模很可能成为央行应对这种两难的方法
- 在短期来看，由于外资监控的数据在 11 月份有一个回升，我们认为 11 月外汇占款将会恢复为正值。但是从长期来看，由于人民币升值预期的动摇和外资流动出现的反转以及贸易顺差的长期收窄趋势，人民币外汇占款的减少很可能是长期性的，这意味着外汇占款波动中枢的下降，**我们认为这一数据未来的波动区间将下降至 2000 亿以内。**

研究支持

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师

郇彬 (S1180511050001)

相关研究

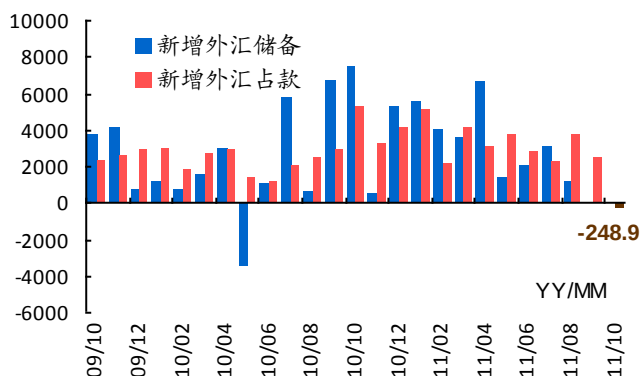
估值修复、超跌反弹.....	2011/10/9
主权债务风暴下的经济着陆.....	2011/10/3
FED 两难：从 QE 到 OT.....	2011/9/22
美国主权债务评级下调的冲击.....	2011/8/7
欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
美债之争.....	2011/7/29
流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点：个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇：油与血.....	2011/3/13
2011 年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本：高收入水平陷阱.....	2010/9/27

一、事件与背景

事实上，除了 2007 年 12 月外汇占款由于大危机前资本外逃出现了一次月度负增长以外，2001 年以后的 10 年间，外汇占款的月度数据的波动中枢一直保持在 2000 亿人民币以上，人民币的结售汇制度、中国的吸引外资的力度以及中国出口部门创造的庞大贸易顺差使得**外汇占款一直成为人民币基础货币发行的最为主要的渠道**。

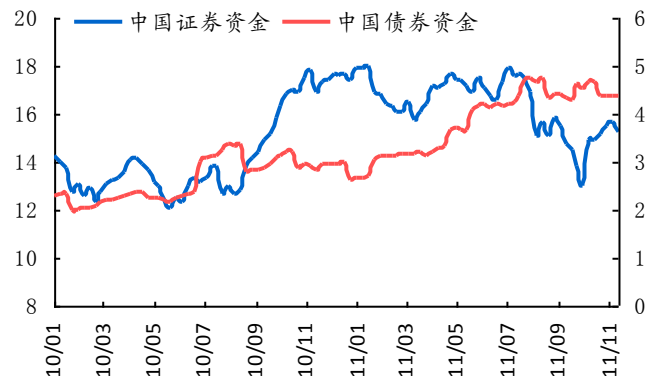
本次外汇占款的负增长在 9 月份的时候已有征兆，当月的外汇占款骤减三成，我们当时也提示过外汇占款快速减少的风险，但是外汇占款变成负值依然有些超出我们的预期，我们认为，**外资流动的波动是 10 月份外汇占款的巨额减少的主要原因**，当然，贸易顺差和新增实际利用外资的收窄对于外汇占款的减少也起到了推动的作用（图 3，图 4）。

图 1：外汇占款与外汇储备月变动（亿人民币）



数据来源：Bloomberg，宏源证券研究所

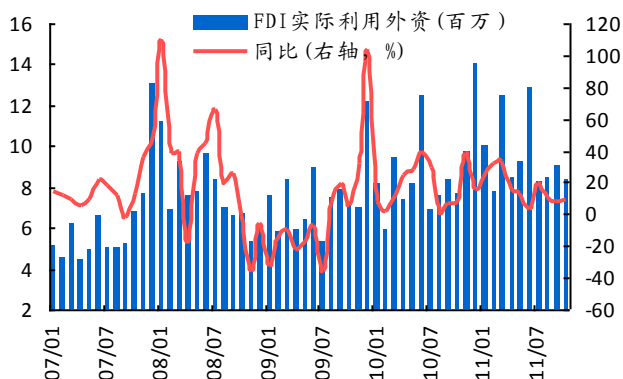
图 2：国际资金对于中国市场的配置（%）



数据来源：EPFR，宏源证券研究所

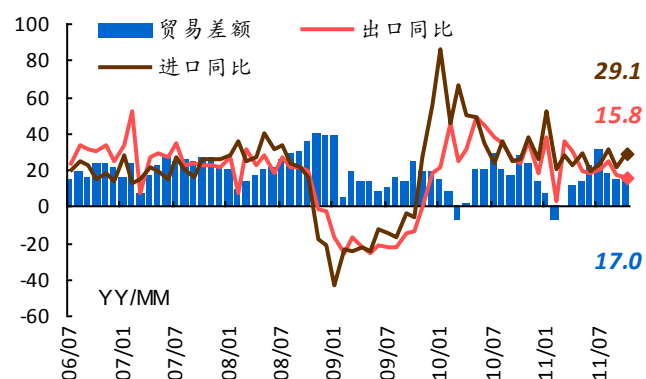
正如我们在 4 季度的宏观策略报告（《主权债务风暴下的经济着陆》10 月 3 日）中所指出的，欧债危机的影响使得国际资本风险偏好降低。虽然新兴市场国家长期来说相对较好的经济增长前景依然对于投资有吸引力，但是在当前情境下，跨境资本出现了从新兴经济体流出进入发达经济体进行避险操作的趋势。这使得在 8 月到 10 月期间，国际资金对于人民币资产尤其是中国的证券市场的配置出现了减少（图 2）。而同期，贸易顺差由于出口的下行而明显存在收窄的趋势，与人民币升值预期逐步消失等长期因素结合在一起，造成了本月外汇占款的异常减少。

图 3：FDI 实际利用外资（%）



数据来源：Bloomberg，宏源证券研究所

图 4：进出口同比及贸易差额（%，十亿美元）

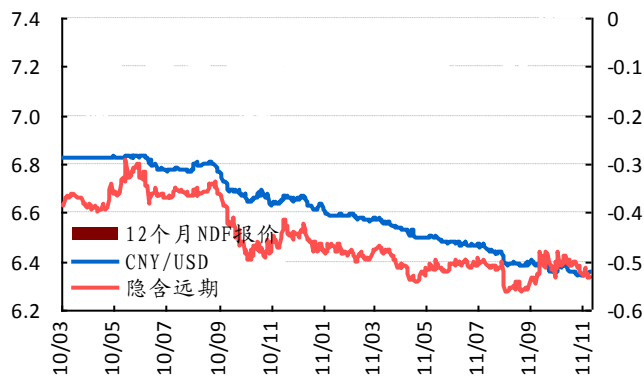


数据来源：CEIC，宏源证券研究所

与上述逻辑相互印证的近期人民币的贬值预期，一方面在人民币 NDF 市场上，人民币已经一改单边升值的形态而开始存在贬值预期（图 5）；另一方面，11 月 11 日，外管局发布通知，自今年 12 月 1 日起推出外汇看跌和外汇看涨两类风险逆转期权组合业务，人民币双边波动的配套投资工具也已经准备就绪。理论上来说，本年度内中国的通胀水平要比美国和欧洲高 2 到 3 个百分点，这意味着从购买力平价来看，人民币应该贬值 2% 左右，

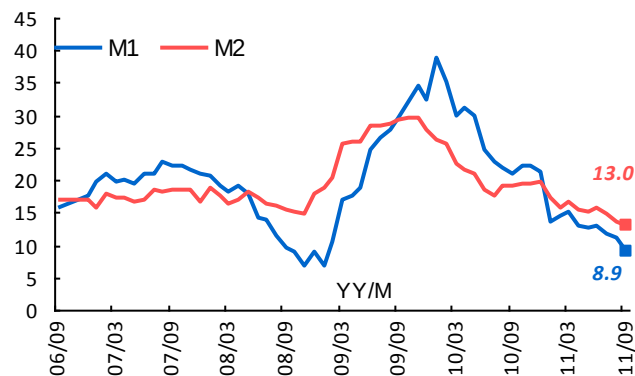
但实际来看，本年至今人民币累计升值了将近 4%，目前的人民币贬值预期并非空穴来风。而人民币的贬值预期开始显现或者说人民币单边升值预期的消失降低了人民币资产的吸引力，这加速了看好人民币升值的国际资金从中国的撤出。同时，在中国经济的下行周期中，国内资产价格存在的贬值预期特别是楼市的调控对于房地产市场的冲击使得国际资金撤离的动力更强，我们认为这是外汇占款减少的主要原因。

图 5: 人民币汇率 (%)



数据来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

图 6: 货币供应量同比增长 (%)



数据来源: EPFR, 宏源证券研究所

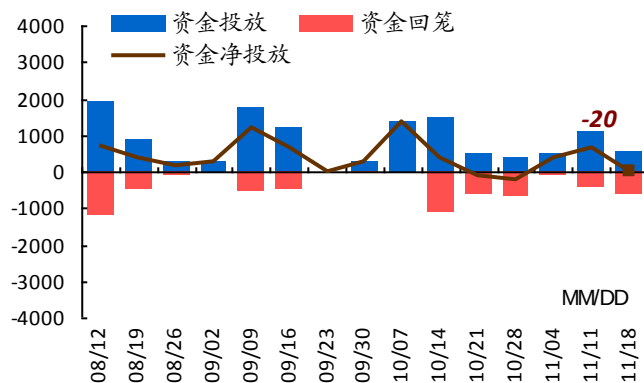
二、意义和政策影响:

我们认为这一事件的意义重大之处在于其可能代表着中国传统货币投放模式的终结。

长期以来，中国的货币投放一直和中美之间的失衡密切相关，中国国际收支长期以来的双顺差一直使得外汇占款导致的被动投放成为了中国货币供应的主要形式，而外资热钱的不断流入使得中国的被动投放越来越强。人民币的结售汇制度使得中国的货币的自主权长期受到这种“二次投放”模式的干扰，从这个角度来说，外汇占款的减少使得中国的货币自主性更强。

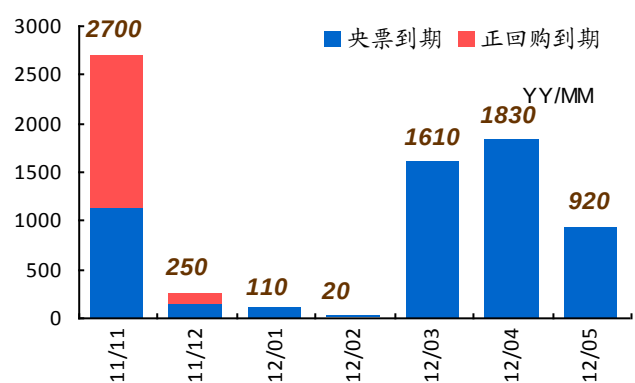
但是，新增外汇占款变成负值可能意味着国际资本的长期流入的趋势出现反转，从而给中国的资本市场带来流动性的风险，我们已经提示过，由于以抑制通胀为目的的紧缩政策，目前的流动性情况处于历史低点而存在使得经济着陆加速的风险（图 6），随着通胀数据从高位开始反转下行，政策风向已经从紧缩转变为稳健，而针对于中小企业的定向宽松已经开始，但是由于通胀的绝对数值还处于高位，央行对于降准加息这样的全面性的宽松政策依然投鼠忌器。在这样一个比较微妙的时期，国际资本流动对于流动性的冲击可能会对货币政策部门的政策步伐产生冲击，这是我们重点提示的风险。

图 7: 货币投放与回笼 (周合计, 亿元)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

图 8: 未来各月央行被动资金投放情况 (亿元)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所

央行的政策选择又进入了一种两难境地: 如果要保证流动性供给支持起信贷规模的回升, 那么可能开始需要

开始考虑降准这样的数量化措施，但是降准所带来的政策信号又是在当下倾向于“无为而治”的央行所不愿意给予市场的。因此，我们认为，进一步加大公开市场的操作规模很可能成为央行应对这种两难的方法，我们在四季度的宏观策略报告中指出公开市场操作可以使得央行把货币流动性保持在一个适度的数量上，我们认为，如果外汇占款保持在比较低的水平上，这每月 2000 亿的缺口可能要依赖于公开市场的净投放来弥补。虽然我们依然认为央行降低准备金的意愿是很低的，可能的情况依然是等到明年 1 季度末通胀恢复正常政策才会投放，但是，外汇占款的反转冲击已经使得央行提前降准的可能性大大增加，这种是我们需要提示的风险。

在短期来看，由于外资监控的数据在 11 月份有一个回升，我们认为 11 月外汇占款将会恢复为正值。但是从长期来看，由于人民币升值预期的动摇和外资流动出现的反转以及贸易顺差的长期收窄趋势，人民币外汇占款的减少很可能是长期性的，这意味着外汇占款波动中枢的下降，我们认为这一数据未来的波动区间将下降至 2000 亿以内。

分析师简介:

邴 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。