

点评报告

不宜过度解读10月外汇占款的负增长

2011年11月24日

2011年10月外汇占款点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
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	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (10月)

工业	13.2
城镇投资	24.9
零售额	17.2
CPI	5.5
PPI	5.0

资料来源: CEIC, 招商证券

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

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

事件:

11月21日, 央行公布10月金融机构外汇占款余额环比减少248.9亿元。

核心观点:

1、金融机构外汇占款的负增长不能简单等同于国际资本的外逃。一般意义上的国际资本外逃是指国际收支经常项目和资本项目同时出现逆差, 国际储备出现交易性下降 (而不是汇率贬值原因造成的下降)。如果典型意义上的国际资本外逃发生, 会造成中央银行资产负债表的收缩, 即资产方外汇资产 (外汇储备) 的减少, 同时负债方储备货币 (基础货币) 的减少。央行资产负债表的收缩通过乘数效应带来整个金融体系资产负债表的收缩和货币供应量的收缩, 对实体经济造成严重的负面影响。

2、10月金融机构外汇占款负增长可能有别样的解读方式。我们需结合即将公布的10月中国人民银行资产负债表等更多数据才能读懂金融机构外汇占款余额下降的真正原因。

3、未来六个月外汇占款增速低于正常水平。受欧债危机恶化及美国主权信用评级下调等因素的影响, 外汇占款的增量远低于此估计值。有鉴于此, 我们考虑在对外汇占款的分析框架中引入美元指数作为指代全球风险溢价的指标。我们预计, 人民币汇率升值可能将进入平台期, 升值速度放缓, 幅度缩小至年均升值3%, 这无疑将对升值预期和国际资本流入中国的积极性产生一定负面影响。同时, 根据我们海外团队的预测, 受欧债危机的影响, 美元指数可能在2012年一季度内上升到85, 也将阻碍国际资本流入中国的决策并提高中国家庭和企业的持汇意愿, 减少结售汇顺差规模。考虑贸易顺差的规模, 预计2011年11月至2012年3月月均外汇占款增量在1600亿至2000亿之间, 低于正常水平。但除非出现欧债危机急剧恶化的情形, 外汇占款余额持续下降的可能性不大。

4、当前货币政策仍以预调微调为主基调。对于今年11月25日起浙江省内农村合作银行将恢复执行正常的存款准备金率水平, 有观点认为央行的货币政策有进一步宽松的可能性, 存款准备金率很快将全面下调。对此, 央行杭州中心支行有关人士已明确表示, 这一举措不能理解为下调各农信社存款准备金率。由此我们可以得到以下两个推论, 一是央行将全面调降存款准备金率视为重要的政策信号, 因此除非通胀确实得到控制或者出现剧烈的外围流动性冲击, 短期全面调降准备金率的可能性不大。二是, 预调微调仍是当前货币政策主基调。我们认为, 未来央行准备金政策调整的三部曲为: 第一步已经在执行, 如央行第三季度货币政策执行报告所言, “实施差别准备金动态调整措施, 根据形势变化对有关参数做了适当调整”。第二步, 如外汇占款规模继续下降, 通胀得到进一步控制, 则明确差别化降低部分金融机构的存款准备金率。第三步, 全面下调法定存款准备金率, 这个情形更有可能出现在2012年3月左右。

据日前中国人民银行公布的 10 月金融数据显示,10 月当月金融机构外汇占款余额环比减少 248.9 亿元,是 2007 年 12 月该指标连续 45 个月实现正增长后的首次负增长。对此,市场普遍的观点认为这表明国际资本在 10 月从中国外逃,这意味着未来中国人民银行很快将全面下调法定存款准备金率。我们认为,对 10 月金融机构外汇占款的负增长尚不宜过度解读,当前货币政策取向仍以预调微调为主基调。

金融机构外汇占款的负增长不能简单等同于国际资本的外逃。一般意义上的国际资本外逃是指国际收支经常项目和资本项目同时出现逆差,国际储备出现交易性下降(而不是汇率记值原因造成的下降)。如果典型意义上的国际资本外逃发生,会造成中央银行资产负债表的收缩,即资产方外汇资产(外汇储备)的减少,同时负债方储备货币(基础货币)的减少。央行资产负债表的收缩通过乘数效应带来整个金融体系资产负债表的收缩和货币供应量的收缩,对实体经济造成严重的负面影响。这个反馈环就是新兴经济体国际资本流动的突然急停(Sudden Stop)和流向逆转往往带来国际收支危机和金融危机问题的关键所在,在亚洲金融危机和墨西哥等拉美金融危机中多次上演。因此,典型的国际资本外逃一般伴随汇率的持续贬值、外汇储备下降、企业和家庭外汇存款减少、国内流动性的持续收紧(这种条件下,股票和债券市场都不可能有很好的表现),银行间利率高企等现象。反观国内,人民币兑美元即期汇率中间价从 9 月末的 6.3549 升值到 10 月末的 6.3233,升值幅度 0.5%。7 天回购利率在月内逐步走低,仅在月末最后一天出现回升。股票市场和债券市场在 10 月都走出了反弹的行情,对资金和利率更为敏感的债券市场表现尤为突出。10 月末个人和企业的外汇存款余额 2626 亿美元,不降反升,较 9 月末上升 69 亿美元。以上种种迹象表明将 10 月金融机构外汇占款的负增长解读为国际资本外逃之简单。

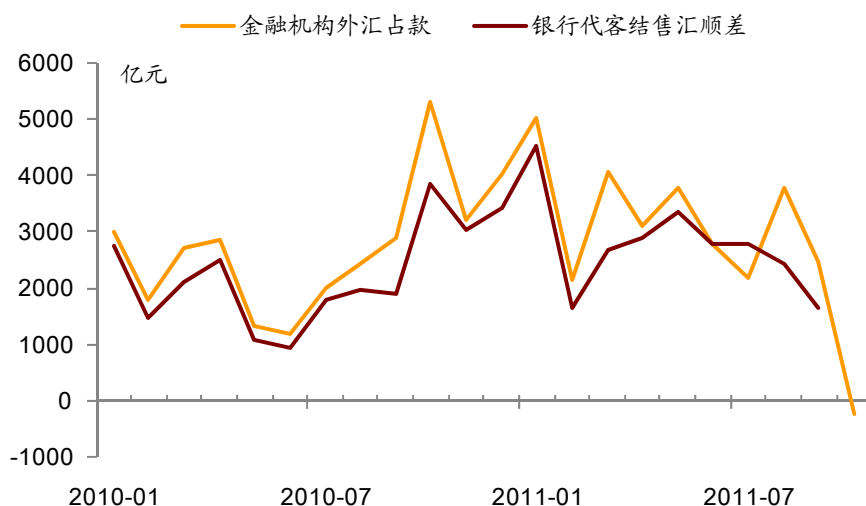
图 1: 银行间市场和债券市场表现平稳



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

10月金融机构外汇占款负增长可能有别样的解读方式。10月金融机构外汇占款余额环比减少248.9亿元是不争的事实,但究竟如何准确全面解读还需要观察中国人民银行的资产负债表,国家外汇管理局的银行代客结售汇数据以及外汇储备余额变化等数据,而这些数据尚未公布。回顾外汇占款余额上次在2007年12月的负增长可能有助于我们对此问题的思考。当时,12月金融机构外汇占款余额较上月减少2303亿元,而中国人民银行资产负债表的外汇资产余额并未下降而是上升137亿元,同时央行对中央政府债权大幅增加7492亿元。央行该笔对中央政府债权加上当年8月的另一笔5993亿元债权增加合计折合200亿美元,系财政部向央行发行特别国债购买外汇,然后向中国投资有限责任公司注入资本金。2011年4月以来,已有中投将进一步获得注资的说法。考虑今年以来欧美金融机构受欧债危机影响减持中资银行H股发生频率的上升,如11月美银减持104亿股建设银行H股(其中中投接手三分之一,金额111亿元),高盛减持工商银行17.5亿H股,金额86亿港元(接手人未公开)等事实,为稳定中资银行股价,对中投的注资似乎迫在眉睫。综上,我们需结合即将公布的10月中国人民银行资产负债表等更多数据才能读懂金融机构外汇占款余额下降的真正原因。

图 2: 需要结合多种数据对外汇占款做出判断

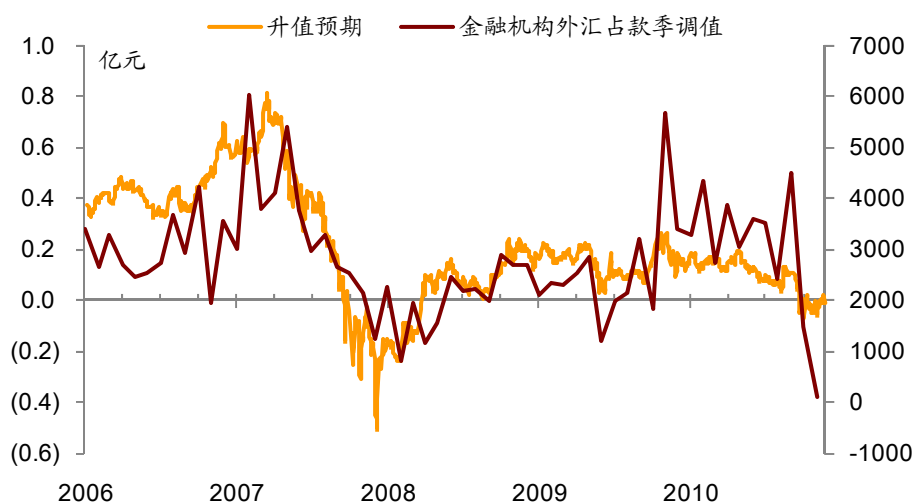


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

未来六个月外汇占款增速低于正常水平。我们在之前《升值预期对外汇占款有较强预测力》报告中提出,外汇占款的两个主要影响因素是贸易顺差的季节波动因素和人民币升值预期显示的风险因素。在欧债危机基本稳定的假定前提下,我们预测2011年8月到2012年2月外汇占款月均增加3300亿,其中10月应增加2500亿。但目前看,受欧债危机恶化及美国主权信用评级下调等因素的影响,外汇占款的增量远低于此估计值。有鉴于此,我们考虑在对外汇占款的分析框架中引入美元指数作为指代全球风险溢价的指标。尽管,人民币升值预期指标中其实已经暗含了一部分全球风险溢价的影响成分,但在当前和未来一段时间欧美经济不确定性显著上升的条件下,观察美元指数对中国外汇占款的影响力有其必要性。我们预计,人民币汇率升值可能将进入平台期,升值速度放缓,幅度缩小至年均升值3%,这无疑将对升值预期和国际资本流入中国的积极性产生一定负面影响。同时,根据我们海外团队的预测,受欧债危机的影响,美元指数可能在2012年一季度内上升到85,也将阻碍国际资本流入中国的决策并提高中国家庭和企业的持汇意愿,减少结售汇顺差规模。考虑贸易顺差的规模,预计2011年11月至2012年3月月均外汇占款增量在1600亿至2000亿之间,低于正常水平。但除

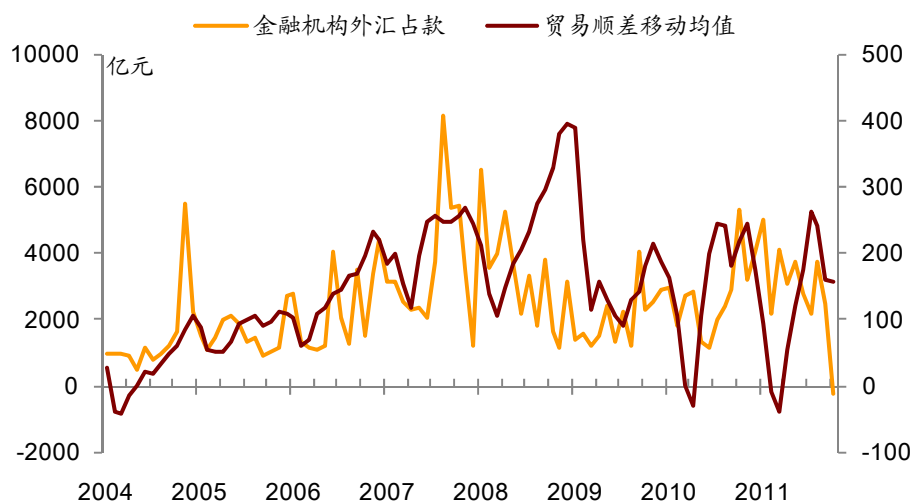
非出现欧债危机急剧恶化的情形，外汇占款余额持续下降的可能性不大。

图 3：升值预期对外汇占款有较好的预测力



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：贸易顺差是决定国际资本流动性基本趋势的关键

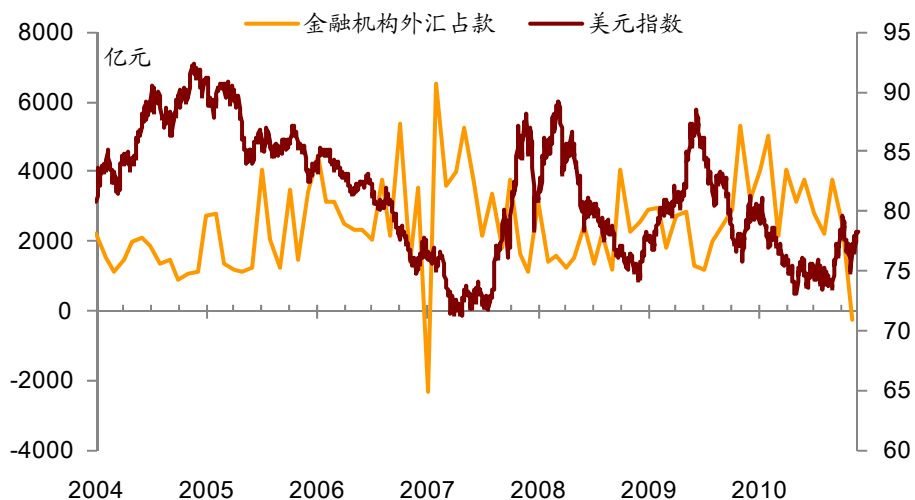


资料来源：WIND，招商证券研发中心

当前货币政策仍以预调微调为主基调。在 10 月外汇占款数据公布后，有消息称从今年 11 月 25 日起浙江省内农村合作银行将恢复执行正常的存款准备金率水平。有观点据此认为，央行的货币政策有进一步宽松的可能性，存款准备金率很快将全面下调。对此，央行杭州中心支行有关人士已明确表示，这一举措不能理解为下调各农信社存款准备金率。根据以上情况，我们可以得到以下两个推论，一是央行将全面调降存款准备金率视为重要的政策信号，因此除非通胀确实得到控制或者出现剧烈的外围流动性冲击，短期全面调降准备金率的可能性不大。二是，预调微调仍是当前货币政策主基调。央行副行长胡晓炼日前也强调“要在宏观审慎政策框架内，根据各金融机构资本充足率、经营稳健性状况以及执行国家信贷政策情况，对调控参数进行调整优化，并对主要服务上述领域的中小金融机构适当倾斜，支持资本充足率较高、资产质量较好、法人治理结构完善、信贷政策执行有力的中小金融机构业务发展。”我们认为，未来央行准备金政策调整的三部曲为：第一步已经在执行，如央行第三季度货币政策执行报告所言，“实施差别准备金动态调整措施，根据形势变化对有关参数做了适当调整”。第二步，如外汇占款规

模继续下降，通胀得到进一步控制，则明确差别化降低部分金融机构的存款准备金率。第三步，全面下调法定存款准备金率，这个情形更有可能出现在 2012 年 3 月左右。

图 5：美元指数是外汇占款的反向指标



资料来源：WIND，招商证券研发中心

参考报告:

1. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011 年 10-11 月）》 2011/11/24
2. 《理财余额对 M2 的扰动测算——专题报告》 2011/11/21
3. 《银监会加大力度防范系统性风险--停发 1 个月内到期的理财产品的点评》 2011/11/21
4. 《人民币汇率升值可能将进入平台期--国际资本与国内流动性监测周报（2011 年 11 月第 3 周）》 2011/11/21
5. 《2011 年第三季度中国货币政策执行报告点评》 2011/11/17
6. 《流动性闸门有所松动--2011 年 10 月份金融货币数据点评》 2011/11/13
7. 《降低法定存款准备金还为时尚早--国际资本与国内流动性监测周报（2011 年 11 月第 2 周）》 2011/11/13
8. 《2011 年 10 月份进出口数据点评-欧债危机不断升级，出口增速持续回落》 2011/11/12
9. 《通胀下行势如破竹--2011 年 10 月份 CPI、PPI 数据点评》 2011/11/10
10. 《2011 年 10 月份宏观数据点评-工业生产活动明显收缩》 2011/11/10
11. 《美联储十一月议息会议声明点评-QE3：屏息以待》 2011/11/08
12. 《地方政府债务问题的治理：巴西经验-政府债务问题专题研究之七》 2011/11/7
13. 《从中央和地方政府博弈看增值税改革-评点上海增值税扩大征收范围改革试点》 2011/11/6
14. 《汇率市场发出的信号更灵敏--国际资本与国内流动性监测周报（2011 年 11 月第 1 周）》 2011/11/6
15. 《2011 年 10 月份 PMI 数据点评-通胀水平下移，库存再次调整》 2011/11/1
16. 《全球宏观经济图册（2011 年 10 月份）》 2011/10/31
17. 《通胀迅速回落--2011 年 10 月份 CPI 数据预测》 2011/10/28
18. 《欧元区债务危机发展动向点评-雷声大雨点小》 2011/10/27
19. 《银行表外融资规模压缩--2011 年前三季度社会融资规模点评》 2011/10/21
20. 《货币政策出现微调信号--国际资本与国内流动性监测周报（2011 年 10 月第 3 周）》 2011/10/21

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。