

点评报告

10月央行资产负债表中的玄机

2011年12月7日

2011年10月央行国外资产下降逾千亿的点评

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:

央行 12 月 5 日公布的数据显示, 10 月央行国外资产下降人民币 1093 亿, 即 172 亿美元, 是近 8 年来的首次下降。

核心观点:

10 月央行资产负债表中国外资产减少 172 亿美元有两个流向。一个是流向海外 106 亿美元, 对应于国外负债减少 106 亿美元。根据央行的指标解释, 国外负债是境外金融机构在中央银行的存款, 其实主要是香港中银在央行的人民币存款。因此, 这 106 亿美元可视为香港人民币兑换回外币, 人民币回流央行, 外币流向香港。应该强调两点, 第一, 此举不会对基础货币产生影响, 不影响国内货币供应量和流动性; 第二, 央行国外负债余额总计 3996 亿元, 约合 625 亿美元, 就算全部汇出影响不大, 只是表明人民币国际化归根结底决定于货币的公信力。

第二个流向是国内各商业银行向央行购买外汇, 增加持有外汇资产 66 亿美元。根据央行公布的三张资产负债表, 10 月存款性公司国外净资产净增加 211 亿美元, 其中其他存款性公司国外净资产增加 277 亿美元, 同时, 央行国外净资产减少 66 亿美元。因此, 其他存款性公司在 10 月向央行购入 66 亿美元外汇, 增加了自己的外汇头寸, 这一定程度上解释了商业银行外汇占款的负增长。同样需强调, 此举在导致央行国外资产减少的同时, 也相应减少央行资产负债表中负债项的储备货币或基础货币, 无疑对货币供应量和流动性产生负面影响。

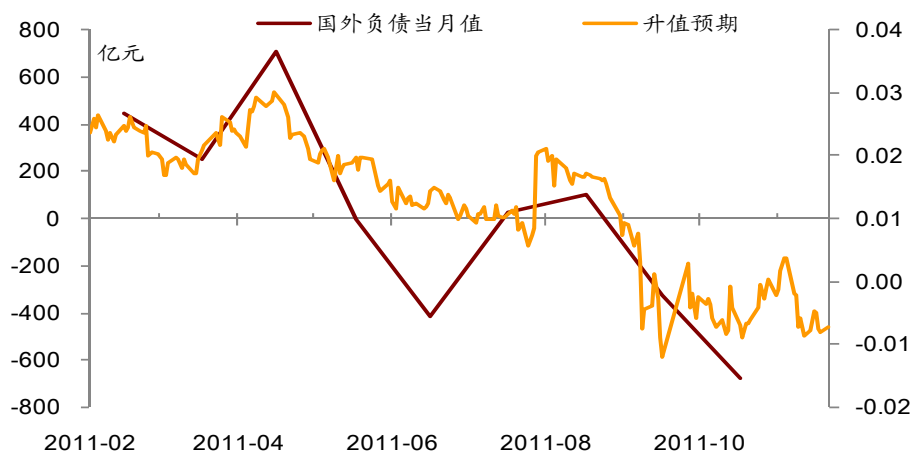
结合我们持续关注的香港市场人民币升值预期, 可以预测 11 月的外汇占款增速仍远低于正常水平, 甚至不排除继续负增长的可能性。央行为平抑人民币汇率波动, 需要卖出外汇; 为减少因此收回人民币对基础货币、货币供应量和流动性的影响, 需要通过降低法定存款准备金率来释放基础货币。这是 11 月 30 日央行下调存款准备金率的重要原因, 是“池子论”在国际资金逆流情况下的再次实践。

我们此前已提出人民币升值进入平台期的观点。在欧债危机存在巨大不确定性, 全球风险溢价高企的情况下, 美元走强和人民币升值预期走弱的趋势可能持续到 2012 年第一季度。在此期间, 如果外汇占款增速持续偏低甚至负增长, 央行将进一步调低法定存款准备金率, 存款准备金率将走下神坛。但在目前的外汇管理体制和人民币汇率形成机制条件下, 出现人民币汇率快速贬值和国际资本大举外逃的可能性低。

10月央行国外资产变动对基础货币的影响

10月央行资产负债表中国外资产减少172亿美元有两个流向，一个是流向海外106亿美元，对应于国外负债减少106亿美元。根据央行的指标解释，国外负债是境外金融机构在中央银行的存款，其实主要是香港中银在央行的人民币存款。因此，这106亿美元可视为香港人民币兑换回外币，人民币回流央行，外币流向香港。应该强调两点，第一，此举不会对基础货币产生影响，不影响国内货币供应量和流动性；第二，央行国外负债余额总计3996亿元，约合625亿美元，就算全部汇出影响不大，只是表明人民币国际化归根结底决定于货币的公信力。

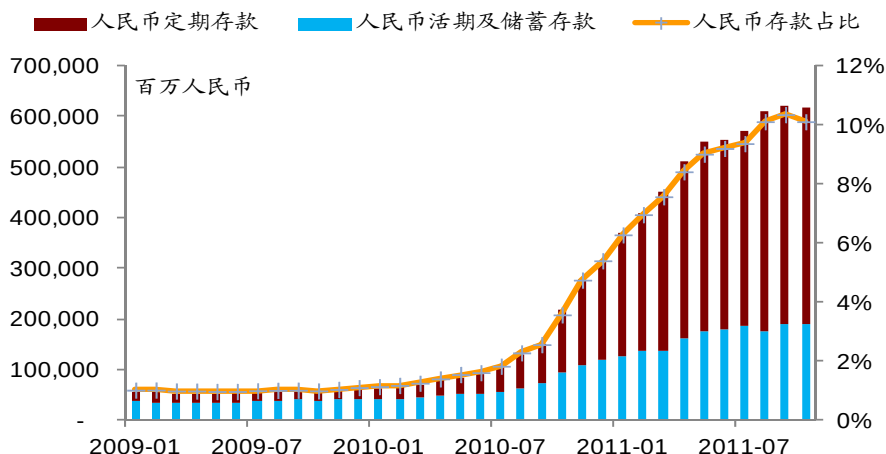
图 4：当升值预期下降时，国外负债也随之下降



资料来源：WIND，招商证券研发中心

第二个流向是国内存款性公司（各商业银行）向央行购买外汇，增加持有外汇资产66亿美元。存款性公司包括央行和其他存款性公司，其他存款性公司主要包括：政策性银行、商业银行、信用社和财务公司。根据央行公布的三张资产负债表，10月存款性公司国外净资产净增加211亿美元，其中其他存款性公司国外净资产增加277亿美元，同时，央行国外净资产减少66亿美元。因此，其他存款性公司在10月向央行购入66亿美元外汇，增加了自己的外汇头寸，这一定程度上解释了商业银行外汇占款的负增长。同样需强调，此举在导致央行国外资产减少的同时，也相应减少央行资产负债表中负债项的储备货币或基础货币，无疑对货币供应量和流动性产生负面影响。

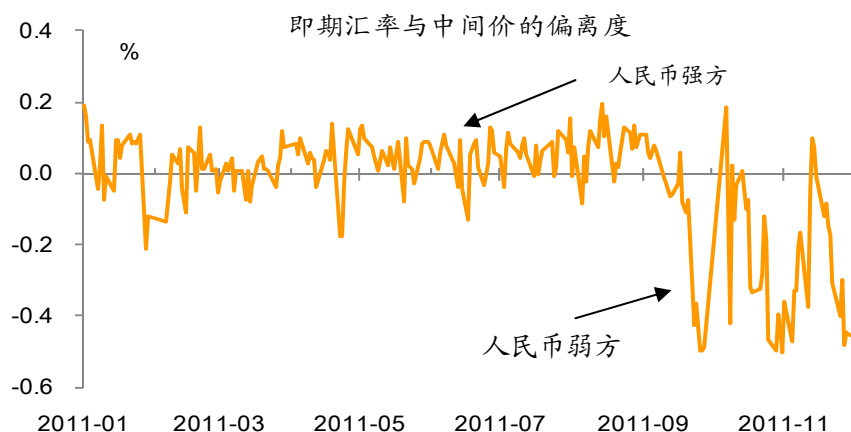
图 5：香港人民币存款在近两年的快速增长后首次出现下降



资料来源：WIND，招商证券研发中心

11月降低法定存款准备金为对冲资金外流。11月央行国外资产数据还未公布，但我们可以观察国内外汇交易中心交易情况和人民币汇率走势进行推测。外汇交易中心每天公布的中间价由央行确定，体现其政策意图。但交易价格和即期汇率决定于外汇市场的供求，人民币汇率走软，即期汇率高于中间价则表明经济主体购汇意愿强烈，升值预期弱，外汇占款的增速必然较低甚至负增长。纵观11月当月各交易日中国外汇交易中心的人民币汇价和交易情况，经济主体的购汇意愿强，人民币处于贬值趋势。在11个月的22个交易日中，人民币兑美元即期汇率低于中间价的有20个交易日。结合我们持续关注的香港市场人民币升值预期，可以预测11月的外汇占款增速仍远低于正常水平，甚至不排除继续负增长的可能性。央行为平抑人民币汇率波动，需要卖出外汇；为减少因此收回人民币对基础货币、货币供应量和流动性的影响，需要通过降低法定存款准备金率来释放基础货币。这是11月30日央行下调存款准备金率的重要原因，是“池子论”在国际资金逆流情况下的再次实践。

图 3：9月起即期汇率大幅低于央行指导的中间汇率价



资料来源：WIND，招商证券研发中心

我们此前已提出人民币升值进入平台期的观点。在欧债危机存在巨大不确定性，全球风险溢价高企的情况下，美元走强和人民币升值预期走弱的趋势可能持续到2012年第一季度。在此期间，如果外汇占款增速持续偏低甚至负增长，央行将进一步调低法定存款准备金率，法定存款准备金将走下神坛。但在目前的外汇管理体制和人民币汇率形成机制条件下，出现人民币汇率快速贬值和国际资本大举外逃的可能性低。

参考报告:

1. 《欧元区债务危机发展动向点评-再次欧盟峰会，财政联盟为关键》2011/12/06
2. 《国际资本与国内流动性监测周报（2011年12月第1周）--走下神坛的法定存款准备金率》2011/12/5
3. 《2012年宏观经济展望——一岁一枯荣》2011/12/1
4. 《货币政策进入实质性放松阶段——下调存款准备金的点评》2011/11/30
5. 《欧元区债务危机发展动向点评-欧元区债券出现抛售潮，欧盟峰会难有有效措施》2011/11/29
6. 《持汇意愿增强是外汇占款下降的重要原因--国际资本与国内流动性监测周报（2011年11月第4周）》2011/11/28
7. 《不宜过度解读10月外汇占款的负增长-2011年10月外汇占款点评》2011/11/24
8. 《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）》2011/11/24
9. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011年10-11月）》2011/11/24
10. 《理财余额对M2的扰动测算——专题报告》2011/11/21
11. 《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
12. 《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
13. 《2011年第三季度中国货币政策执行报告点评》2011/11/17
14. 《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
15. 《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
16. 《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
17. 《通胀下行势如破竹--2011年10月份CPI、PPI数据点评》2011/11/10
18. 《2011年10月份宏观数据点评-工业生产活动明显收缩》2011/11/10
19. 《美联储十一月议息会议声明点评-QE3：屏息以待》2011/11/08
20. 《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

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。