

12 月份外汇占款点评

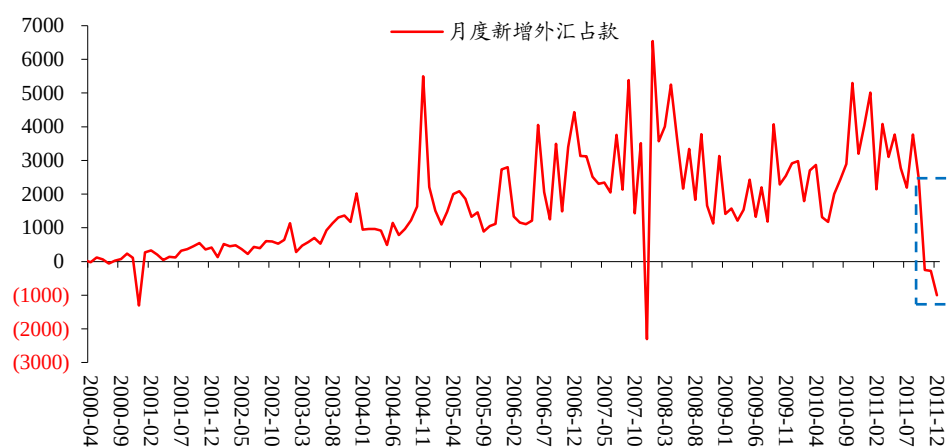
景晓达¹

2012 年 1 月 16 日

一、外汇占款持续下降

央行公布 12 月金融机构外汇占款余额数据。当月外汇占款减少 1003 亿元，为 10 月份以来连续第三个月减少，幅度较 10 月、11 月扩大。

图1：新增外汇占款规模



数据来源：CEIC，安信证券

二、外汇投资和欧债减记的可能性不大

历史上金融机构外汇占款以及央行外汇占款的变动，都曾受到资产管理公司注资、银行注资、外币缴存等事件的影响。

比如央行在 2003 年 12 月曾动用 450 亿美元外储注资中行和建行，影响

¹高级固定收益分析师，联系人，jingxd@essence.com.cn，010-66581622，S1450511020027

了央行的外汇占款和外汇储备数据。这在货币当局资产负债表上表现为“货币当局：国外资产”的减少，以及“货币当局：其它资产”的增加。

再比如，2007年财政部发行特别国债，通过外汇注资成立中投公司、增加外汇投资等方式，减少了货币当局的外汇储备以及金融机构的外汇占款，增加了央行持有的国债规模。这样的操作能够部分地解释2007年底金融机构外汇占款的单月巨幅下跌。

那么此次外汇占款的持续下降，是否可能有异常事件的冲击？比如对于中投公司的二次注资或者欧债减记？如果最后确认这些因素边际上加剧了外汇占款下降，那么很多的担心都是不必要的。目前仍然无法排除这样的可能性，但从银行结售汇数据、企业结汇行为等微观证据以及政策解读等情况来看，这种可能性似乎不大，除非从一些其他的角度对此进行解释。

三、一个猜测：此轮人民币的升值过程或许还没有结束，但可能正接近尾声

自重启汇率改革以后至2011年底，人民币兑美元汇率、人民币名义有效汇率、实际有效汇率累计升值幅度分别为31%、18%、26%；同期贸易盈余占名义GDP的比例则经历了显著的下降。不过由于贸易盈余还受到全球需求以及中国自身周期因素的影响，汇率升值的影响难以量化。

图2：季度贸易盈余占名义GDP的比例(%，2011年12月份为测算数据)



数据来源: CEIC, 安信证券

从NDF市场隐含人民币升值预期来看,自9月开始人民币升值预期下降,并在9月下旬出现贬值预期,这是2004年以来的首次。而人民币汇率在11月底到12月中旬的一段时期内较快贬值,银行间美元兑人民币交易还出现连续跌停,这也是1994年以来的首次。

尽管无法排除意外扰动的冲击,但人民币升值预期的分化无疑使得我们需要开始留意这样的风险,即:尽管此轮人民币的升值过程或许还没有结束,但可能正接近尾声。

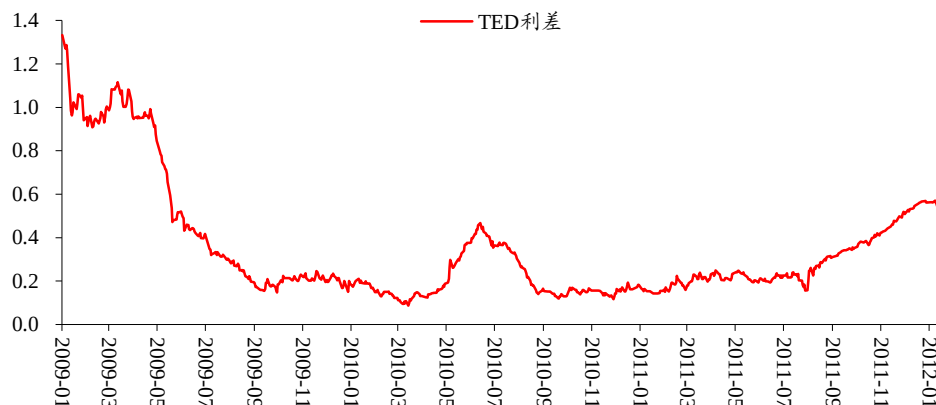
随着贸易盈余的下降、人民币快速升值阶段的结束,外汇占款的规模也会经历系统性的下降,这是近3-4个月外汇占款增速放缓及下降的一个中期背景。不过这样的中期背景并不是外汇占款下降的短期主因。

四、美元供应的紧张可能是短期主要诱因

近期美元供应的紧张可能是外汇占款下降、资本流出的主要诱因。8月以后,美元供应趋于紧张,泰德利差从10个基点上升到50个基点,其高点

不比 2010 年 2 季度欧债恐慌期间更低。

图3: TED 利差(%)

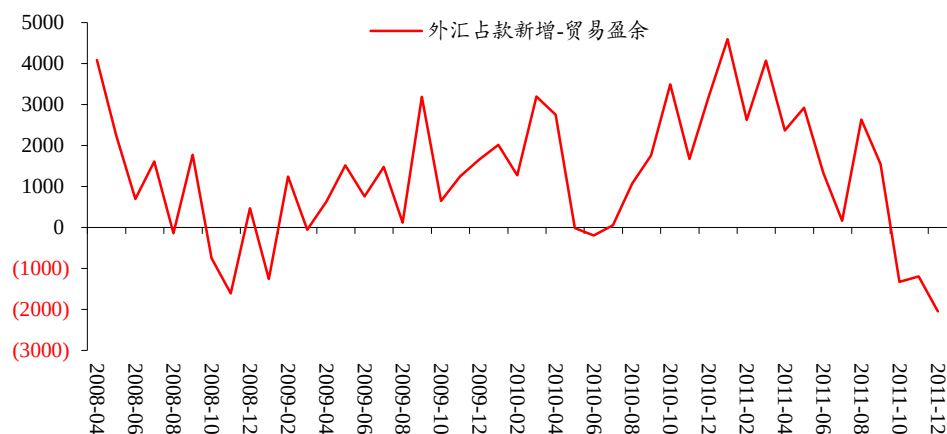


数据来源: CEIC, 安信证券

结合巴西、印度等国以及中国的资本流动来看, 8 月份开始这些国家的资本流出是明显的², 同时巴西雷亚尔、印度卢比、俄罗斯卢布均出现了较大幅度的贬值。12 月 30 日与 8 月 1 日(2 日)相比, 三国本币兑美元汇率分别贬值了 20%、20%、16%。我们认为中国的情况同国际资本的流动存在一致性。

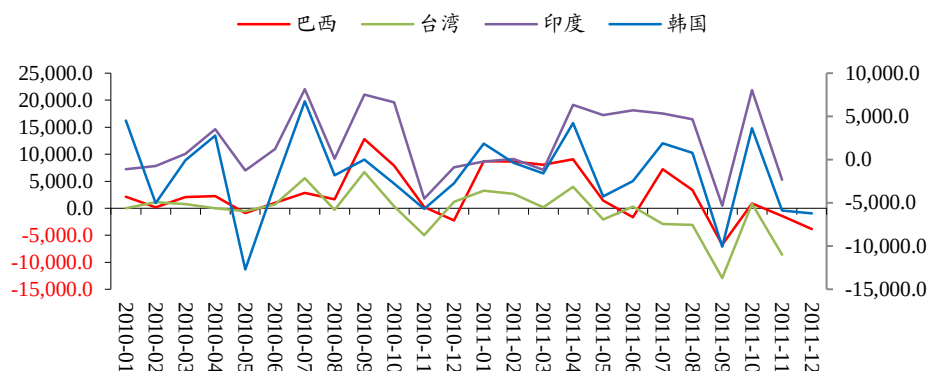
图4: 中国外汇占款新增-贸易盈余(亿元)

² 10 月份情况有所不同, 资本流入新兴市场国家, 流出美国。从一些风险指标来看, 这可能同风险态度的变化有关。但美元指数、TED 利差显示, 美元供应的紧张在 8 月份以后一直存在, 看起来风险态度转变以后, 欧洲的流动性问题对此贡献较大。



数据来源：CEIC，安信证券

图5：巴西、台湾、印度、韩国的资本流出（外储增加扣减贸易盈余）



数据来源：Bloomberg，安信证券

在人民币汇率贬值及存在贬值预期的情况下，贸易商的延迟结汇、美元债务的提前偿还以及其它投资领域头寸季节性的集中到期，在边际上都将加剧资本的流出。

五、外汇占款走势

如果人民币问题很大程度上与其他新兴市场以及欧洲美元市场相关的话，那么欧洲问题走向、美元供应情况对于外汇占款走势的影响就至关重要。

目前市场担心 1 季度欧洲债务高峰对全球风险资产价格形成冲击。比如 1 季度欧洲债务到期数额大约为 2200 亿欧元，远高于 2011 年全年各季度。我们认为，尽管欧债仍然没有彻底解决，但考虑到欧央行为欧洲银行体系注入的流动性、EFSF 的规模，以及当前可能已经反映了悲观预期的高风险溢价来看，欧洲债务高峰未必能够对全球溢价水平造成进一步冲击。

1 月以来，TED 利差、新兴市场汇率、黄金价格向相反方向发展。如果这样的趋势能够维持，那么近期中国的资本流出状况也许会得到缓解。

图6: 巴西、印度汇率



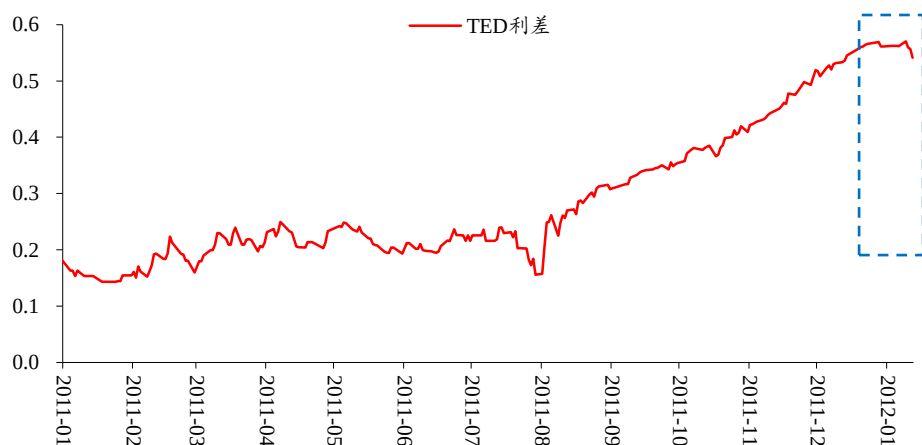
数据来源: CEIC, 安信证券

图7: 黄金价格



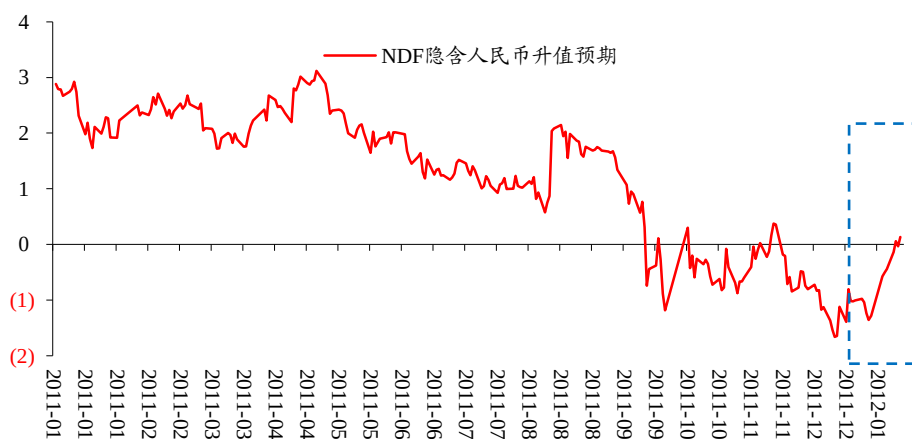
数据来源: CEIC, 安信证券

图8: TED 利差



数据来源: CEIC, 安信证券

图9: TED 利差



数据来源: CEIC, 安信证券

分析师简介

景晓达, 高级固定收益分析师, 北京大学光华管理学院金融学硕士, 2008年4月加入安信证券研究中心。

分析师声明

景晓达声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034