



研发中心

分析师：冯文锁

证书：S0280510120004

电话：010-835611319

邮件：fengwensuo@xsdzq.cn

热钱继续外流

但节前降准可能性较小

内容摘要：

- 2011 年末我国金融机构外汇占款为 253587 亿元，较 11 月减少 1003 亿元，为连续第三个月出现下降，显示当前我国出现较为显著的热钱流出现象。
- 热钱流动方向的逆转对于我国经济、货币政策以及股市的影响是显著的。资金外流加剧了中国金融市场的动荡和风险。热钱流出的速度和规模超过我们此前的预期。
- 我国资金外流有美元近期升值或资金避险情绪上升等方面的原因；连续资金外流，更多的是由于资金对于中国经济前景和人民币升值空间的观点产生了逆转。三季度以来人民币跨境结算数额大幅上升，资金实际外流比外汇占款反应的情况更为严重；
- 热钱大幅流出导致外汇占款下降会减少基础货币投放，因而需下调存款准备金率增加货币乘数来对冲其影响，预计未来存准率将会持续下调。但是否春节前下调存准率还存在很大的不确定性。
- 在目前热钱流出的背景下，人民币升值或将放缓，甚至会发生真正意义上的贬值，人民币 NDF 贬值预期相当明显。

新时代证券有限责任公司

北京西城区金融大街1号A座8层

Email: yfzx@xsdzq.cn<http://www.xsdzq.cn>

热钱继续外流 但节前降准可能性较小

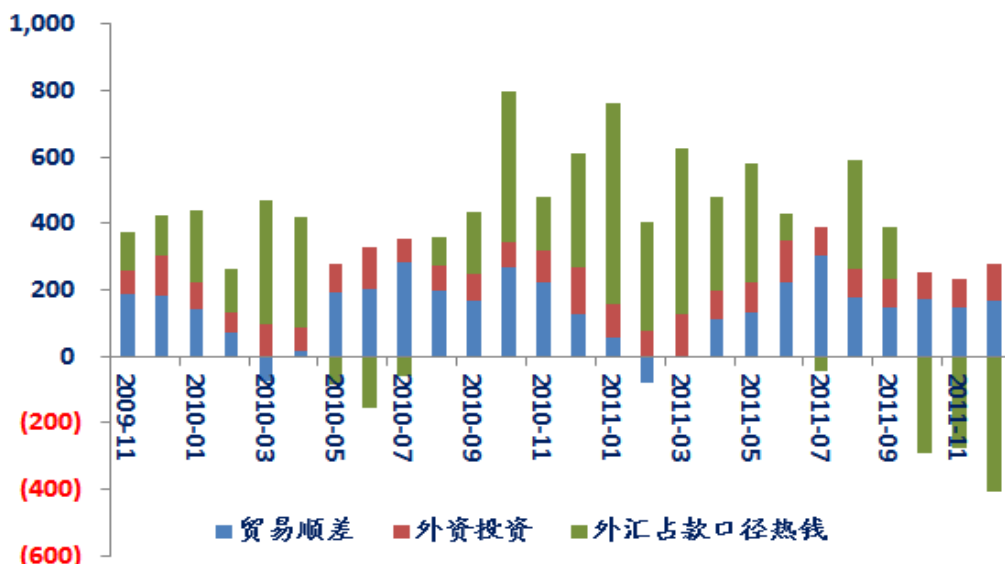
我国央行周五披露 2011 年四季度金融统计数据，2011 年末中国金融机构外汇占款为 253587 亿元，较 11 月份的 254590 亿元减少 1003 亿元，这是外汇占款连续第 3 个月出现下降。

一、热钱流出规模明显扩大

按照《中国日报》引述的商务部数据，2011 年全年中国外商直接投资 (FDI) 约为 1,150 亿美元，较 2010 年增长 9%。这意味着 2011 年 12 月的 FDI 约 112 亿美元。那么扣减顺差及实际利用外资后，12 月外汇占款口径热钱流出约 407 亿美元，为连续第三个月出现流出，且流出规模呈现明显扩大趋势。

从外汇储备情况看，12 月外汇储备减少 398 亿美元，也是连续两月下降，外汇储备口径热钱也呈现连续两月大幅流出，显示当前我国出现较为显著的热钱流出的现象。

图 1：外汇占款口径热钱流出呈现明显扩大趋势（单位：亿美元）



二、热钱大幅趋势性外流 或是股票市场动荡的核心原因

如果说，单月的外汇占款变化额并不一定具有很强的代表性，但连续几个月的外汇占款及热钱的相关数据的变化情况已经说明这是一个趋势性的问题，不是偶然因素。

实际上，我们早在 2012 年年度 A 股策略报告中就提到，热钱流动方向的逆转对于我国经济、货币政策以及股市的影响将是显著的。因此，当前情况下的资金外流动向必须引起投资者足够的警惕。资金外流会加剧中国金融市场的动荡和风险，或是股票市场动荡的核心原因之一。随着近期人民币升值预期的下降和美元的升值，这一预期正在成为现实，并且热钱流出的速度和规模超过我们此前的预期。

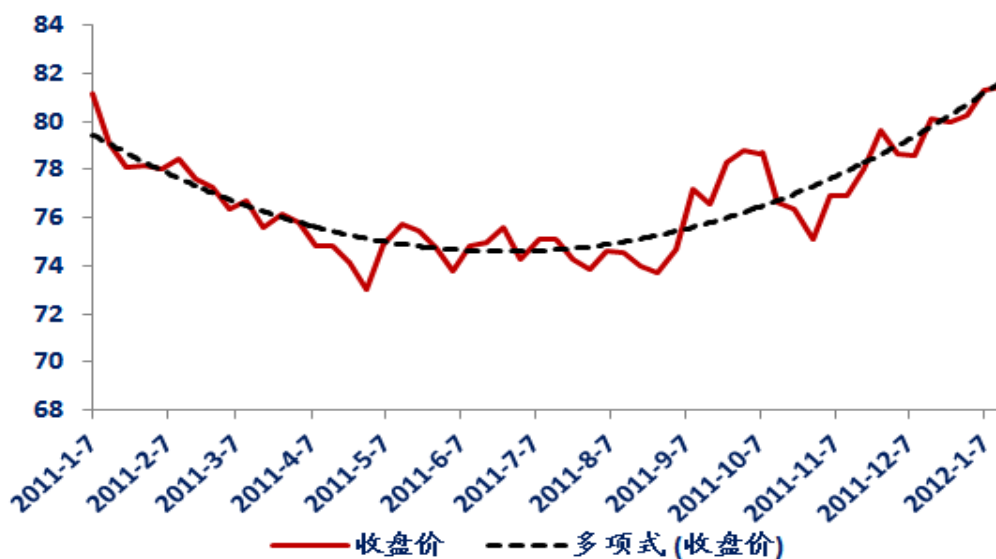
三、难以出现市场资金面状况快速好转情况

我们在此再对热钱外流的原因做些分析判断。热钱外流原因，我们认为有以下几个方面：

首先，我国资金外流有美元近期升值或资金避险情绪上升等方面的原因，这是毋庸置疑的。

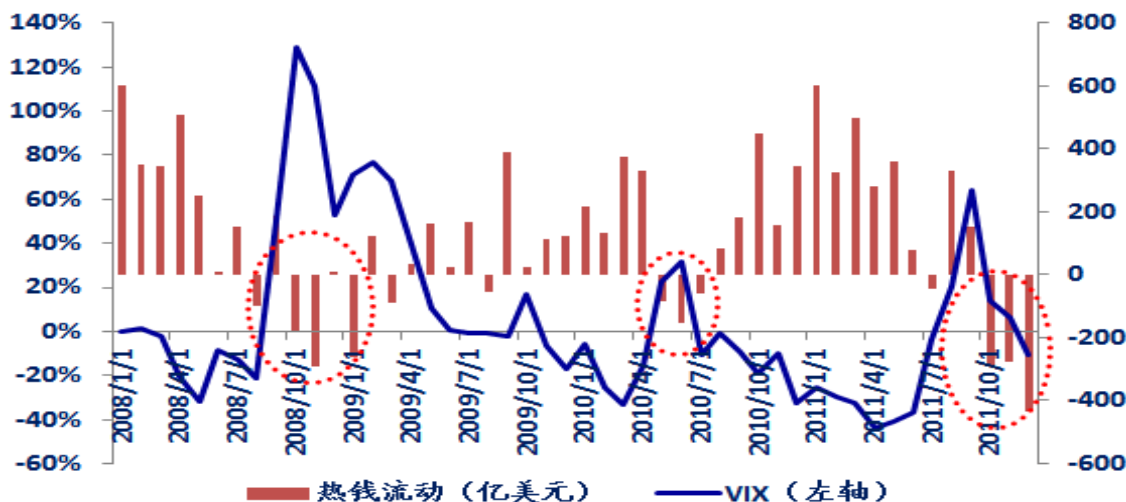
美元指数从2011年9月的73.71以来已经升至81.46，上升幅度达11%，美元呈现趋势性强势，非美货币对美元普遍贬值。

图2：美元指数呈现趋势性强势



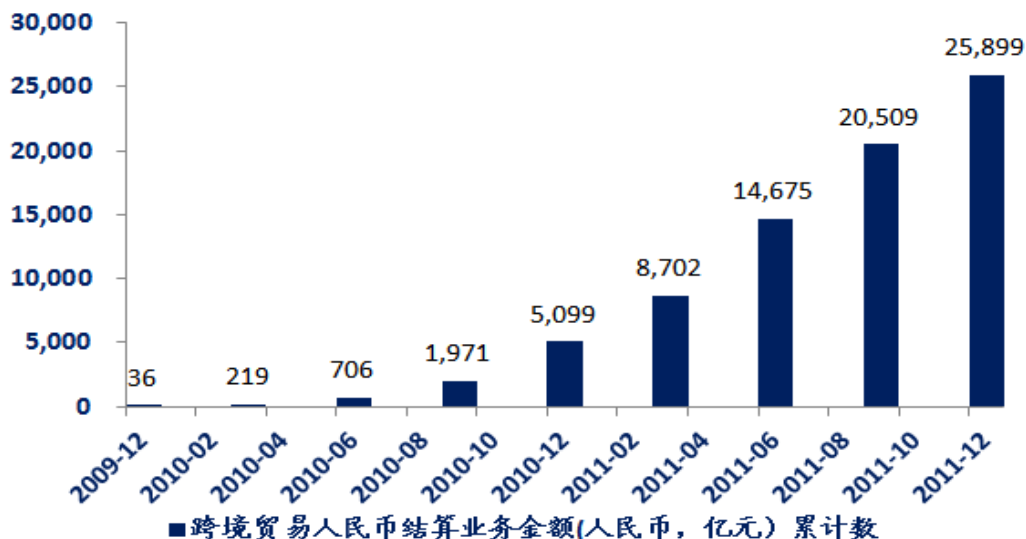
从芝加哥期权期货交易所VIX市场波动性指数情况看，2011年8-10月陡然上升，该指数被广泛用来作为衡量市场风险和投资者恐慌度的指标。在风险明显上升的情况下，有资金寻求避险，国内热钱开始回流美国。历史上看，VIX指数陡然上升时，资金无一例外都出现外流，2008年4季度及2010年2季度情况都是如此。

图3：VIX指数和外汇占款口径热钱流动



其次，除了外汇占款的下降外，我们还注意到，三季度以来人民币跨境结算数额的大幅上升，根据央行统计，截至2011年12月，全国银行累计办理跨境贸易人民币结算业务2.58万亿元，逐季大幅上升。这意味着大量出口所得的外汇也许并未实际进入国内，同时也有大量以人民币结算的进口贸易曲线导致了国内资金的外流，因此实际上境内资金外流的状况可能比不可解释的外汇占款变化量所显示的要大得多。

图4：人民币跨境结算数额大幅上升



第三、我们认为，连续三个月的资金外流，更多的是由于资金对于中国经济前景和人民币升值空间的观点产生了逆转。资金外流逻辑上，从基本面的角度考虑，我们认为有以下几点：

1. 中国经济高速增长长期已过，增速放缓属确定性事件；
2. 劳动力、融资成本、自然资源等传统比较优势减弱；
3. 汇率大幅上升后，贸易顺差收窄，未来或现逆差；
4. 物价总水平中枢上移，货币对内贬值，购买力减弱，人民币贬值预期越发强烈。

因此，大规模的资金加速外流已是不争事实，而外汇占款减少导致的央行基础货币投放自去年下半年开始至今出现迅速下滑，同时由于货币乘数短时间内难以出现快速反弹，从过去历史经验看，央行下调存款准备金率到货币乘数见底往往还有3到6个月的迟滞，因而央行即使继续下调存准，银行仍将继续受制于央行基础货币下滑，而难以出现信贷增速快速反弹，从而推动市场资金面状况好转情况出现。

四、预计未来存准将持续下调 但节前降准可能性较小

热钱大幅流出导致外汇占款下降会减少基础货币投放，因而需下调存款准备金率增加货币乘数来对冲其影响，预计未来存准率将会持续下调。但是否春节前下调存准率还存在很大的不确定性。

从刚刚公布的2011年12月CPI数据情况看，CPI还没有安全度过可能反复的窗口期，12月CPI同比涨4.1%，相比11月4.2%仅回落0.1个百分点，而环比再次上涨0.3%。

从分项看，12月食品同比涨9.1%，涨幅有所扩大，其中肉禽及其制品、鲜菜、水产品、粮食、油脂、鲜果、蛋同比分别增长16.6、11.5、9.7、6.9、6.6、4.4、1.2%，鲜菜涨幅大幅扩大。

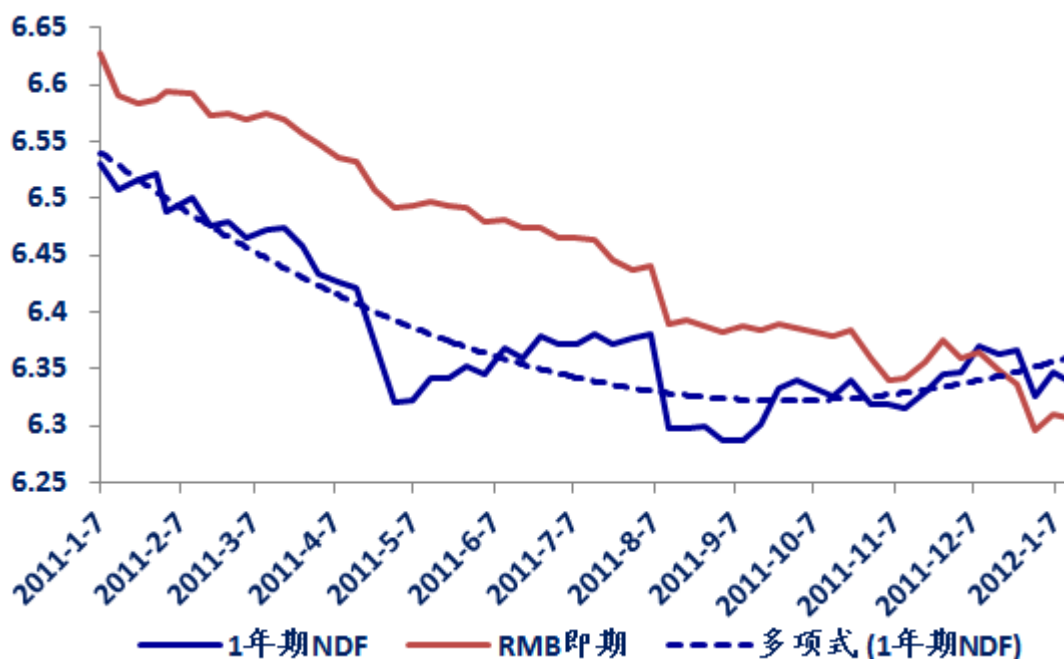
考虑1月春节因素，2012年1月首周的食品价格相对2011年12月最后一周价格环比小幅上涨约0.8%，相对12月全月价格环比涨1.8%，因此，虽然我们认为，未来CPI继续回落是大概率事件，但今年1月CPI仍处在可能反复的窗口期，管理层最不希望春节之前看到物价水平出现反弹，节前降低存准不是好的时机，央行春节前可以通过减少或停止央票发行和逆回购等公开市场操作措施，缓解货币市场资金需求。

五、人民币NDF贬值预期明显 升值或将放缓

人民币汇率经过相当长时间单边上涨行情后，从2011年9月份开始出现贬值预期。10月份外汇占款几年来首次负增长后，人民币汇率出现加速贬值行情，人民币即期市场出现盘中一度连续12个交易日触及跌停的极端情况。

政府对于热钱的外流迹象已经有所警觉，我们看到，近期在外贸出口严峻的情形下，央行主动连续调高人民币对美元中间价而主动升值，这样做的主要目的是弱化人民币贬值预期，对抗投机资金做空中国的目标，防止国际资金大规模外流。但这只是权宜之计，长期来看，人民币升值空间有限，支持人民币升值的因素越来越少，在目前热钱流出的背景下，人民币升值或将放缓，甚至会发生真正意义上的贬值，从人民币离岸市场远期无本金交割看，人民币NDF贬值预期相当明显。

图5：人民币NDF贬值预期明显



综上所述，我们认为外汇占款的负增长仍是未来值得投资者关注的一个因素。

从负面角度审视，外汇占款减少预示着热钱外流，对国内资金面进一步造成负面影响。而如果与国内房价下跌形成共振效应，其对未来经济的负面作用可能会显著放大。



从正面角度审视，热钱外流也将加大政策制定者对于国内经济面恶化和资金面紧张的关注度，从而可能使得包括下调存款准备金等货币政策以及限制资金外流等一些相关行政性措施的更早出台。因此，投资者需对此需更多的加以关注。

从市场近期走势看，资金面的紧张和一季度国内经济基本面的不良预期依然是扼制市场未来上升空间的基本因素，因此市场会更加关注近期是否有政策进一步放松的信号出现，在此之前，我们认为市场仍将维持盘整态势，跌破2132 前期低点的可能性较小，等待春节过后下调存款准备金率等货币政策放松信号的出现。

重要声明:

一、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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。

二、免责声明

1、新时代证券有限责任公司具备证券投资咨询业务资格。

2、本报告仅供本公司客户使用。报告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。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，投资者应自行关注本公司相应的更新或修改。

3、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。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。

4、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“新时代证券公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券有限责任公司

地址：北京西城区金融大街1号A座8层

电话：010-83561319