

不可轻视“货币替代”对外汇占款的影响；欧元区 9 个国家评级被下调

分析师：牛鹏云

执业证书编号：

S0500511050002

联系人：罗文波

(8621) 68634510-8273

lwb3323@xcsc.com

联系人：陈乐天

lwb3323@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路958号华能联合大厦5层湘财
证券研究所

<http://www.xcsc.com>

➤ 外汇占款连续三个月下降，升值预期逆转下的“货币替代”亦不能忽视

外汇占款持续的降低，部分资本外逃是无容置疑的，但数据可能夸大了资本外逃的实际情况，其中还有很大部分的原因是短期的货币替代因素，故无需过分恐慌。伴随着人民币汇率短期逐渐均衡与经济增长上升趋势没有明显确立，外汇占款的下降也是合理现象。市场对中国经济前景的担忧和汇率升值预期的逆转，货币替代趋势将得以继续，外汇占款低位也将至少持续到 2012 年第一季度末。但值得注意的是，无论是货币外逃还是暂时性的货币替代，其对央行的流动性释放影响是一样的。尽管年前央行已经对央票进行期限结构的重新分配，并在 1 月份停止了央票的发行。但从市场利率来看，考虑到 1 月份的货币活化需求、财政缴款与人民币走弱预期的影响，市场资金情况紧张。从市场间的利率走势显示，14 天拆借利率陡升，这意味着倘若央行不进一步投放流动性，1 月份下半月流动性或将继续紧张，故不排除春节前后降低存款准备金率。

➤ 美国新增非农就业人数上升，劳动力市场继续好转

失业率下降的同时，申领救济人数的上升表明许多自愿失业的人正转向就业市场。当前劳动力市场的复苏难以减轻未来美国就业的压力，而工作机会的缺少也正表明这种压力的可能性。美国产业的优势在于服务业，因此，如果美国服务业就业没有明显改善的话，仍难以表明美国劳动力市场实质性的好转，当前金融体系的不稳定抑制了这种可能，这涉及到当前欧洲主权债务危机的走向。随着美国房地产市场的逐步好转，建筑业劳动力市场的复苏，这对于美国经济来说是积极的，但这势必是一个中长期的过程。

➤ 美国国债需求旺盛，标普下调欧元区 9 个国家评级

当前，欧洲债务危机并未取得实质性解决方案，市场恐慌情绪并未消退，整个欧洲金融体系异常脆弱，欧洲央行为金融体系注入流动性，虽降低了欧洲银行破产的风险，但是欧洲银行间贷款规模很低，银行更多的是选择欧洲央行隔夜存款工具，对欧洲经济前景的担忧阻碍了各银行利用资金服务于经济的信心。同时，美国国债再次成为全球资金的“避风港”，随着标普下调欧元区 9 个国家评级以后，美国债券收益继续走低。

与此同时，标普下调欧元区 9 个国家评级。本次欧元区国家评级的下调，市场事前已经有充分预期。从欧洲各国债券收益率来看，基本已经反映了各国经济状况与评级下调后的水平，评级下调后，在一定程度上消除评级下调前市场不确定性，但各国评级下调，使得各国债券发行成本与资产重现定价，更加分化了各国的举债与偿债能力。

一、外汇占款连续三个月下降，不能忽视货币替代的作用

北京时间 2012 年 1 月 13 日，中国人民银行公布的金融数据显示，外汇占款余额连续三月出现下降。2011 年 12 月末外汇占款余额为 253587.01 亿元，较 11 月末余额减少 1003.3 亿元(以 12 月份人民币平均汇率水平计算约 158.55 亿美元)。此外，2011 年 12 月末外汇储备余额为 31811.48 亿美元，环比减少 397.59 亿元，较 2011 年三季度末净减少约 206 亿美元。我国外汇储备出现 13 年以来首次季度下降现象。去年全年，外汇储备增长 3338.1 亿美元。

外汇占款的连续三个月的下降和外汇储备的减少，引发了市场对中国资本外逃的担忧。我们认为，当前我国仍受到严格控制，资本外逃的可能性存在，但外汇占款的减少也可能受到其他两个重要因素的影响。一方面人民币的升值将导致外汇占款的减少；另一方面，伴随着经济预期的逆转，国内居民和非居民以及境外投资者可能选择购汇，从而出现货币替代现象。

需要区分货币替代和资本外逃。资本外逃一般伴随着货币替代，但是货币替代却并不一定产生资本外逃，尤其在资本账户管制的国家或地区。对于资本账户管制的作用，市场存在不同的看法，资本外逃可以通过不同的渠道规避管制。我们认为，地下钱庄以及通过经常项目下资本外逃的可能性被人为夸大。首先，资本外逃的前提是货币替代，即将手中的人民币兑换成外汇。国内的外汇主要集中于央行和部分银行。从金融机构的外汇存款数目来看，12 月份的增幅是相对较大的。如果出现大规模的资本外逃，显然与国内金融机构外汇存款增加相悖。因此，资本外逃的现象存在，但规模或许没有账面数字所显示的那么大。

图 1 外汇占款连续三月下降 (单位: 亿元)

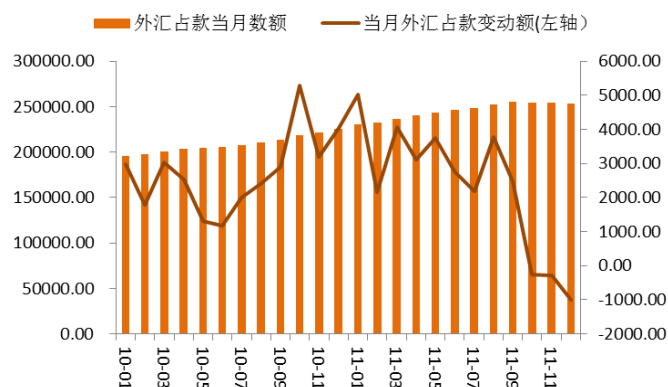
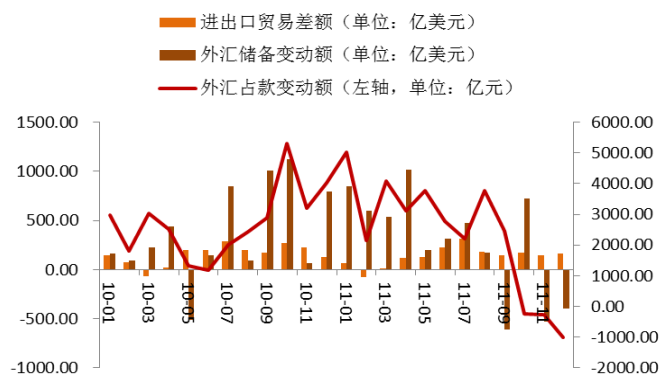


图 2 外汇储备、贸易差额以及外汇占款变动额

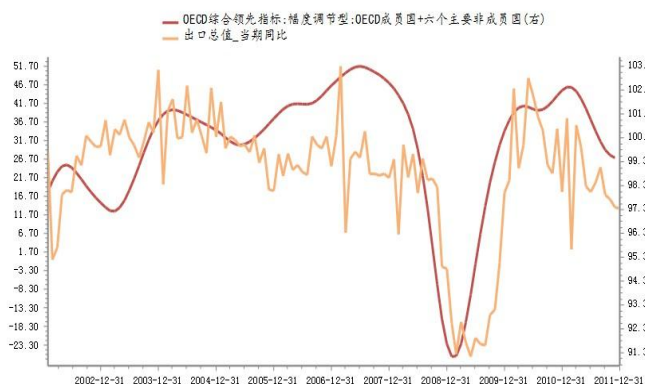


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

资料来源: ceic, 湘财证券研究所

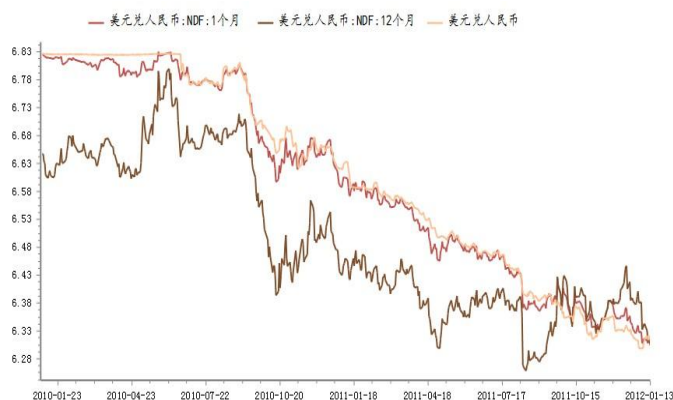
从金融机构的外汇存款来看，2011 年 12 月份金融机构的外汇存款比上个月环比上升约 83.33 亿美元，达到 2750.88 亿美元。相比较外汇占款下降的额度来说，如果大规模的资本外逃并不能充分说明外汇存款的上升。从金融机构的外汇买卖渠道来看，金融机构通过外汇买卖获得的外汇已经出现两个月的下滑，2011 年 12 月份金融机构外汇买进比上个月环比下降 55.51 亿元，表明境内居民和非居民卖出外汇的动机已经降低。2011 年 12 月份金融机构外汇存款的增加超过 11 月份一倍之多，我们估计，伴随着对中国经济和汇率升值预期的改变，考虑到国内资本账户的管制，国内可能首先发生货币替代现象，继而导致外汇存款的增加。

图 3 OECD 领先指标与我国出口



资料来源：ceic，湘财证券研究所

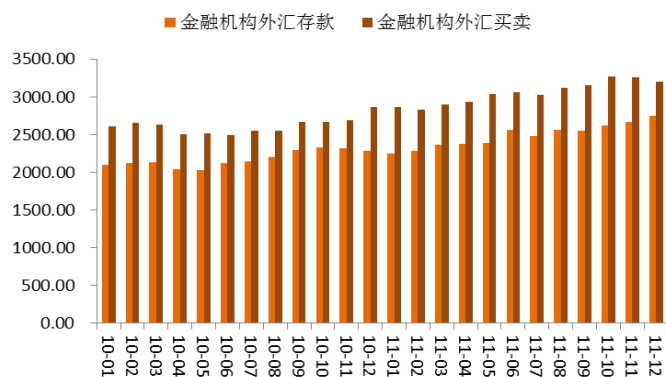
图 4 NDF 与人民币汇率走势趋势



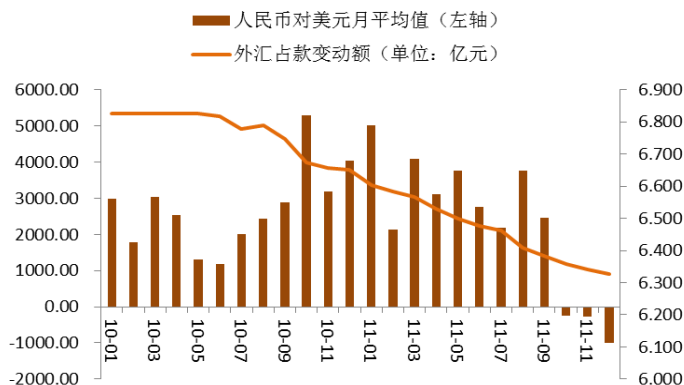
资料来源：ceic，湘财证券研究所

综上，我们认为，外汇占款的降低，虽然不排除外资的撤离，但数据可能夸大了资本外逃的实际情况，故无需过分恐慌。伴随着人民币汇率的升值，外汇占款的下降也是合理现象。市场对中国经济前景的担忧和汇率升值预期的逆转，货币替代趋势将得以继续，外汇占款下降也将持续到 2012 年第一季度末。

图 5 金融机构的外汇存款和外汇买卖（单位：亿美元） 图 6 人民币升值与外汇占款的变动



资料来源：ceic，湘财证券研究所

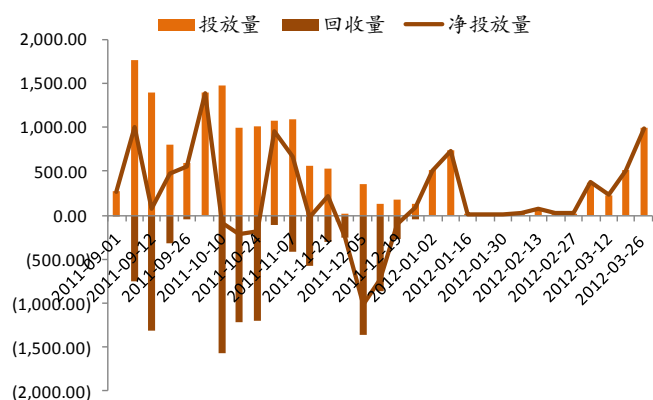


资料来源：ceic，湘财证券研究所

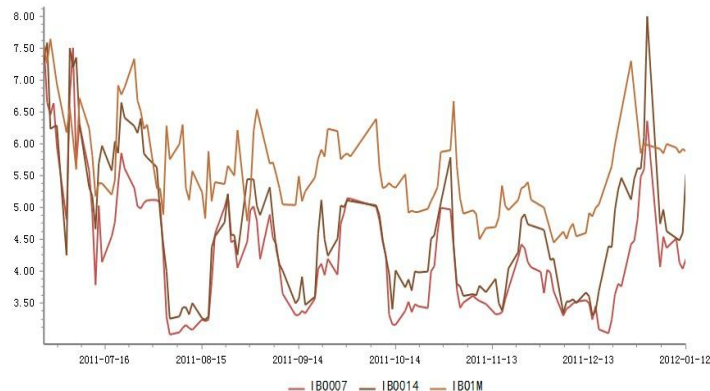
但无容置疑的是，无论是真正的货币外逃还是暂时性的货币替代，都对央行的流动性释放影响是一样的。尽管央行已经在年前对央票进行期限结构的重新分配，目前央行也停止了央票的发行。但从市场利率来看，12月份面临外汇占款的大幅降低，但其重叠了“春节效应”，市场利率屡创新高。

图7 公开市场操作资金到期情况

图8 人民币升值与外汇占款的变动



资料来源：ceic，湘财证券研究所



资料来源：ceic，湘财证券研究所

1月份以来，前两周央行货币投放510亿与730亿，投放力度显著增加。但考虑到1月份的货币活化需求、财政缴款与人民币走弱预期的影响，市场资金情况紧张。从市场间的利率走势来看，14天拆借利率陡升，这意味着倘若央行不进一步投放流动性，1月份下半月流动性或将继续紧张，不排除春节前后降低存款准备金率。

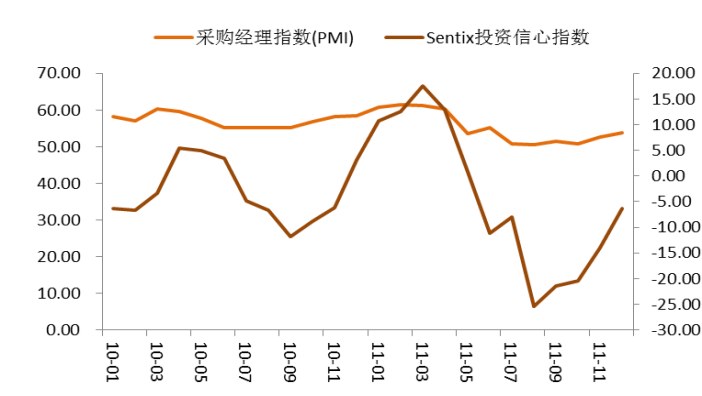
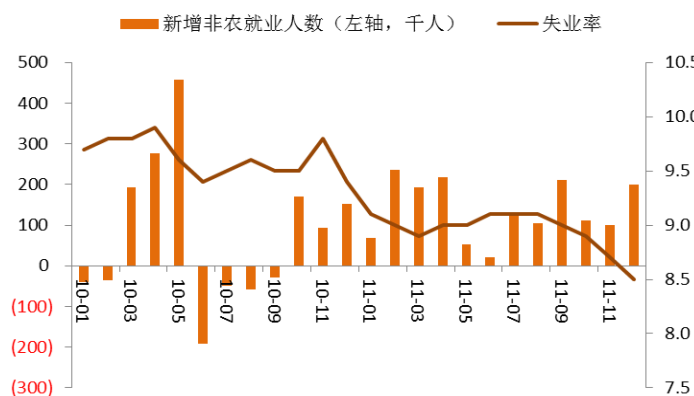
二、美国新增非农就业人数上升，劳动力市场继续好转

美国东部时间2012年1月6日，美国劳工部公布数据，2011年12月份，

季调后的非农就业人数达 13190 万人，其中新增非农就业 20 万人，较 10 月份 10 万人有了进一步增长，并且好于 15 万人的市场预期。12 月份的失业率保持了四个月连续下降的趋势，至 8.5%，同样优于市场预期，显示了美国劳动力市场的复苏势头。一般认为，非农就业量是同步指标，通过对比先行指标的 PMI 和 Sentix 投资信心指数可以认为，美国劳动力市场的持续改善主要还是受美国投资信心回升，私人投资需求回暖的影响。从 9 月份开始，Sentix 投资信心指数和采购经理指数 PMI 基本保持了上升的趋势，美国实体经济投资需求增加，国内经济显示出良好的复苏前景。

图 9 美国新增非农就业人数与失业率 (%)

图 10 采购经理指数 (PMI) 和 Sentix 投资信心指数



资料来源：ceic，湘财证券研究所

资料来源：ceic，湘财证券研究所

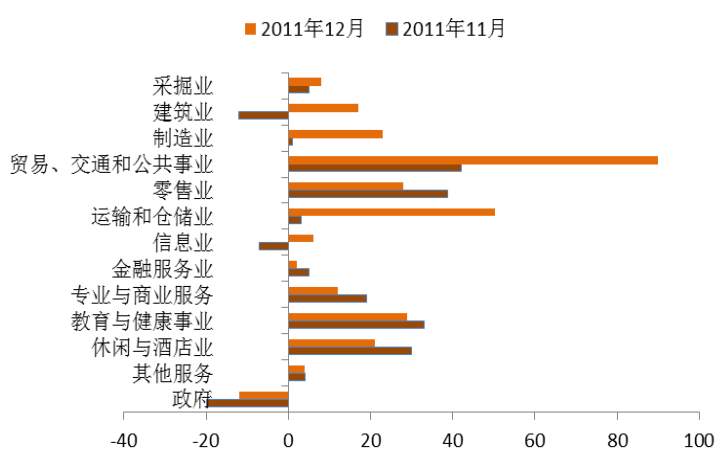
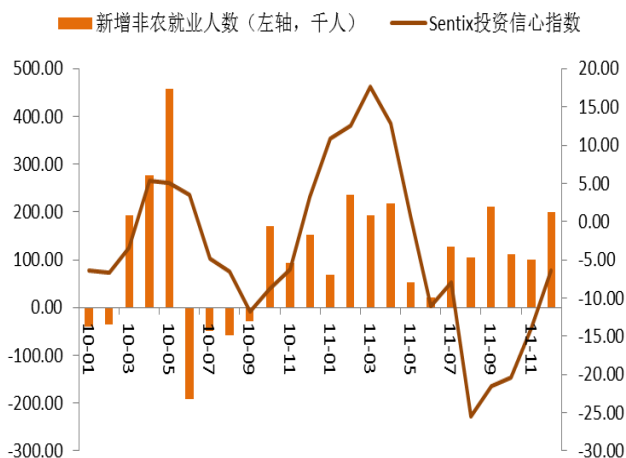
然而，美国 12 月份的数据也暴露出美国经济的隐忧。从不同行业的就业结构来看，新增就业人数超过 11 月份的行业主要有采掘业、建筑业、制造业、贸易、交通与公共事业、运输仓储业、信息业和政府部门，其中增长最多的四个行业分别是贸易、交通与公共事业、运输仓储业、建筑业和制造业，12 月份新增就业人数分别从 4.2 万人、0.31 万人、1.2 万人、0.1 万人增至 9 万人、5.02 万人、1.7 万人和 2.3 万人。其他服务业新增就业人数与 11 月份持平，均为 0.4 万人，其余相关行业均低于 11 月份新增就业人数。对比美国不同行业的就业结构可以发现，12 月份美国劳动力市场的复苏得益于第二产业的生产部门，而非服务业部门。一方面，制造业和建筑业的复苏对于美国经济而言无疑是利好消息，尤其是建筑业就业人数的大幅度增加预示着美国房地产市场的恢复，为市场对美国经济提供了较好的未来预期；另一方面，美国经济的核心竞争力在于服务业，而服务部门就业增加人数较上个月有一定的回落，尤其是金融服务业，在 11 月份基数较低的情况下仍然继续下滑。

截至 2012 年 1 月 7 日，美国首次申领救济人数环比此前一周增长 2.4 万人，达到 39.9 万人。从公布的反映美国工作机会的行业空岗数来看，2011 年 11 月，美国劳动力市场空岗人数较上个月进一步下滑 6.3 万人，行业空缺人数达 316.1 万人。其中，制造业空岗人数小幅下滑 0.5 万人至 22.7 万，而建筑业则小幅上升 0.3 万人至 8.7 万人。

失业率下降的同时，申领救济人数的上升表明许多自愿失业的人正转向就业市场，因为当前劳动力市场的复苏难以减轻未来美国就业的压力，而工作机会的缺少也正表明这种压力的可能性。美国产业的优势在于服务业，因此，如果美国服务业就业没有明显改善的话，仍难以表明美国劳动力市场实质性的好转，当前金融体系的不稳定抑制了这种可能，而这涉及到当前欧洲主权债务危机的走向。伴随着建筑业劳动力市场的复苏，美国房地产市场投资可能逐渐好转，这对于美国经济来说无疑是积极的。因此，我们认为未来美国失业率的降低和劳动力市场的恢复仍然存在着不确定性，劳动力市场存在结构问题。

图 11 劳动力市场复苏得益于投资信心的提升

图 12 不同行业劳动力市场结构性差异（单位：千人）

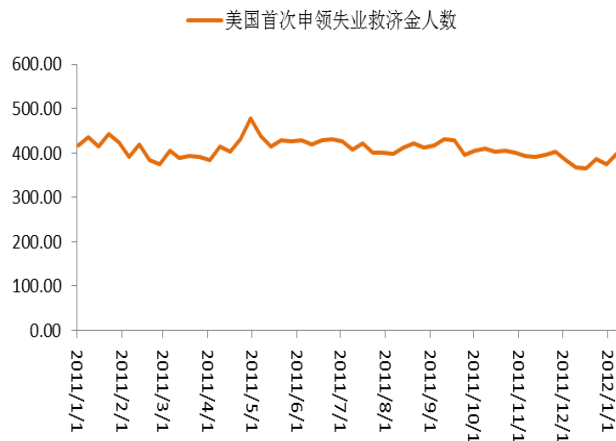


资料来源：ceic，湘财证券研究所

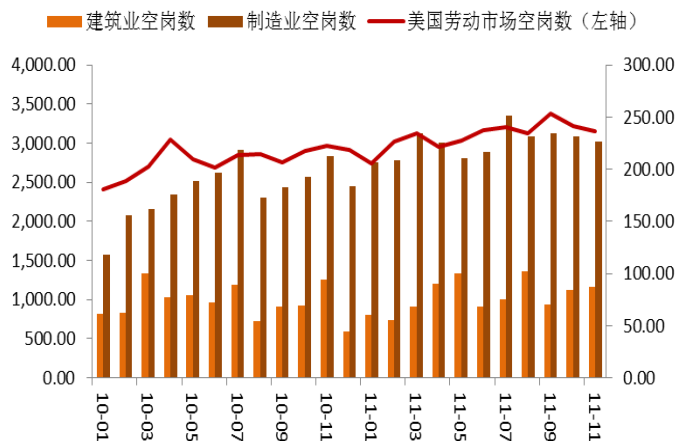
资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 13 美国首席申领失业救济金人数（单位：千人）

图 14 美国劳动力市场空岗数（单位：千人）



资料来源：ceic，湘财证券研究所



资料来源：ceic，湘财证券研究所

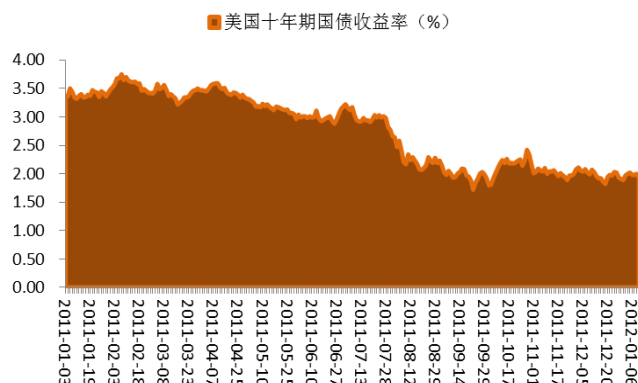
三、欧洲经济前景黯淡，美国国债需求旺盛

美国财政部 1 月 11 日出售 210 亿美元 10 年期票据，认购比例为 3.29，10 年期国债收益率为 1.93%，再次低于 2 个百分点，接近历史最低水平。美国国债投资级别虽被评级机构下调，但是仍然被公认为世界上最为安全的投资品种之一。在世界受金融危机冲击，风险上升，经济前景阴霾的情况下，全球资金选择美国国债，寻求安全庇护。当前，欧洲债务危机并未取得实质性解决方案，市场恐慌情绪并未消退，整个欧洲金融体系异常脆弱，欧洲央行为金融体系注入流动性，虽降低了欧洲银行破产的风险，但是欧洲银行间贷款规模很低，银行更多的是选择欧洲央行隔夜存款工具，对欧洲经济前景的担忧阻碍了各银行利用资金服务于经济的信心。同时，美国国债再次成为全球资金的“避风港”。

对欧洲前景的担忧目前更多集中于欧元区的核心国。从德国联邦统计局公布的数据来看，2011 年的德国 GDP 增速较 2010 年的 3.7% 小幅放缓，增长回落到 3%，德国 2011 年经济增速几乎为欧元区其余国家的两倍。其中，投资支出环比扩大 8.3%，私人消费支出上涨 1.5%，进出口分别增长 8.2% 和 7.2%。2011 年德国经济增长的主要动力来源于投资和消费，而出口则显著放缓。然而，第四季度德国经济明显受欧洲主权债务危机的拖累，GDP 增速收缩了 0.25%，考虑到欧洲摘债务的期限结构，2012 年 1 个季度，欧洲包括德国的经济增长将继续低迷。

图 15 美国十年期国债收益率再次下降

图 16 美元指数依旧强势



资料来源：ceic，湘财证券研究所



资料来源：ceic，湘财证券研究所

四、标普下调欧元区 9 个国家评级

标普 2012 年 1 月 13 日发布报告称，将意大利、葡萄牙、西班牙、塞浦路斯下调两个评级。将奥地利、法国、马耳他、斯洛伐克、斯洛文尼亚下调一级。标普下调欧元区国家评级主要有 5 个理由：(1) 紧缩的信贷环境；(2) 欧元区债权发行的风险溢价上涨；(3) 政府与家庭资产负债表的去杠杆化；(4) 经济增长前景疲弱；(5) 短时间内没有可以行之有效的决策。

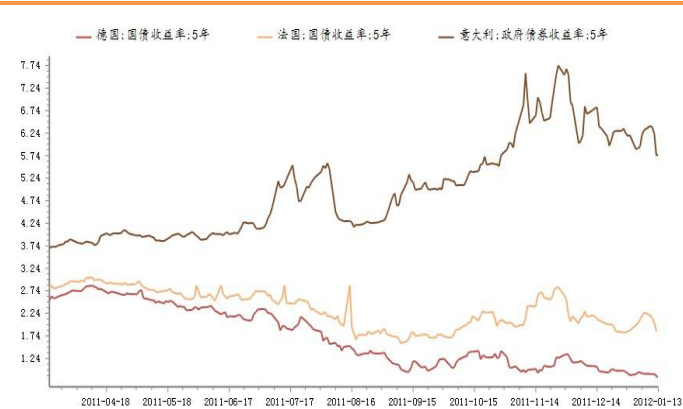
标普确认德国、比利时，爱沙尼亚，芬兰，爱尔兰，卢森堡，荷兰的评级。法国和奥地利失去 AAA 评级后，欧元区只剩下 4 个 AAA 国家：德国、荷兰、芬兰、卢森堡。

图 17 欧元对美元走势



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 18 意大利、法国与德国债券收益率



资料来源：ceic，湘财证券研究所

标普对欧洲诸国下调评级后，欧元下跌超 1%，避险资产美国国债收益

率继续下降。从市场影响来看，本次欧元区国家评级的下调，市场事前已经充分预期。从欧洲各国债权收益率来看，基本已经反映了各国经济状况与评级下调后的水平，评级下调后，在一定程度上消除评级下调前市场不确定性，但各国评级下调，使得各国债券发行成本与资产重现定价，更加分化了各国的举债与偿债能力。随着一季度意大利债务到期量的加大，欧洲经济依旧不乐观。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。