

金融市场

2012 年 04 月 25 日

新增外汇占款连续 3 月增加，“热钱”流出放缓

相关报告

《新增外汇占款降低、通胀压力缓解，打开政策调整空间——2012 年 2 月外汇占款数据分析和展望》
2012 年 3 月 19 日

《外汇占款虽反弹，但仍处低位——2012 年 1 月外汇占款数据分析和展望》
2012 年 2 月 21 日

《通胀回落确认，政策主动调整——央行下调存款准备金率点评》
2012 年 2 月 20 日

《外汇占款、新增贷款、财政存款与 M2》——“热钱”专题研究第五篇
2011 年 12 月 23 日

《“热钱”持续流出，准备金仍需下调》——2011 年 11 月外汇占款数据分析和展望
2011 年 12 月 21 日

《我国利用投资历史、现状和趋势研究》——“热钱”专题研究第三篇
2011 年 12 月 7 日

《真正的“热钱”有多少？——基于国际收支平衡表评估“热钱”》
2011 年 10 月 27 日

《从国际收支平衡表看“热钱”在我国的跨境流动——“热钱”专题研究第一篇》
2011 年 10 月 14 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

联系人

陈果

(8621)23297336

chenguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

——2012 年 3 月外汇占款数据分析和展望

结论或者投资建议：

- 3 月新增外汇占款为 1246 亿元，比上月多增 995 亿元，新增外汇占款连续三个月增加。3 月贸易顺差比 2 月大幅提升、以及 3 月 FDI 较 2 月大幅增加是 3 月新增外汇占款增加的主要原因。3 月下旬人民币汇率出现略升预期，但上中旬人民币汇率出现较强贬值预期，整体上减缓了资金流入我国的压力。3 月 CPI 虽有反弹，但是不改回落趋势，预计 CPI 回落趋势将延续至 3 季度，形成全年通胀前高后稳的格局。增外汇占款处于低位以及通胀压力减缓，为下调准备金率及降息打开政策空间，预计 2 季度准备金率可能再次下调，不排除 2 季度存在一次降息的可能。

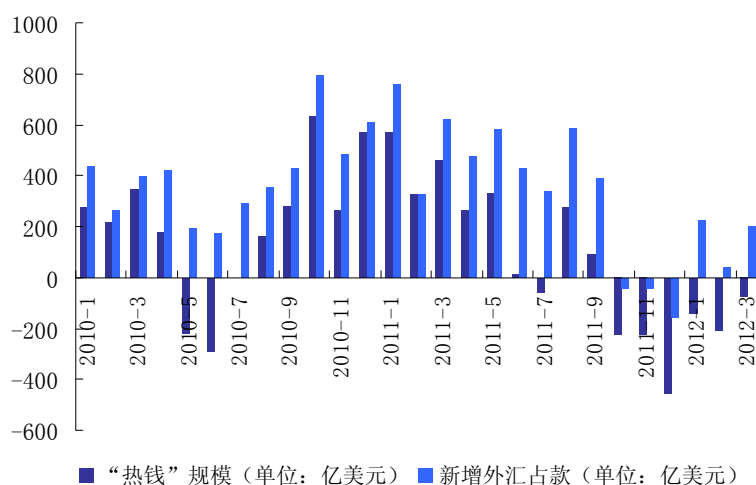
● 原因及逻辑：

- 全国金融机构 3 月新增外汇占款为 1246 亿元，比上月多增 995 亿元，但仍处于低位。3 月贸易余额由 2 月大幅逆差转为顺差，以及 3 月 FDI 较 2 月大幅提升是新增外汇占款增加的主要原因。我们测算 3 月“热钱”流出规模为 78.6 亿美元，相比上月“热钱”流出规模趋于放缓。
- 市场对 3 月人民币远期汇率出现分化，3 月下旬人民币汇率出现略升预期，但上中旬人民币汇率出现较强贬值预期。市场购买美元增大了 NDF 市场的波动，使得避险资金外流，导致美元指数阶段性走强，促发人民币短期贬值预期增强，减缓了资金流入我国的压力，反映出“热钱”跨境流入动力不足。
- 虽然 3 月 CPI 有所反弹，但这并不改变我们对 2012 年是高通胀时代难得的通胀缓解期的判断。通胀缓解为降息和下调准备金率打开了政策空间。2 季度准备金率可能再次下调，不排除一次非对称降息的可能。
- 预计全年新增外汇占款为 1.8 万亿左右，新增外汇占款整体降低导致货币政策应积极应对，预计今年需要下调准备金率 3 次，才能保障货币的正常供给。

1. 新增外汇占款连续3个月增加，“热钱”流出放缓

全国金融机构3月新增外汇占款为1246亿元，比上月多增995亿元，但仍处于低位。3月贸易余额由2月的大幅逆差转为顺差，以及3月FDI较2月大幅提升是新增外汇占款增加的主要原因。我们测算3月“热钱”流出规模为78.6亿美元，相比上月“热钱”流出趋于放缓。

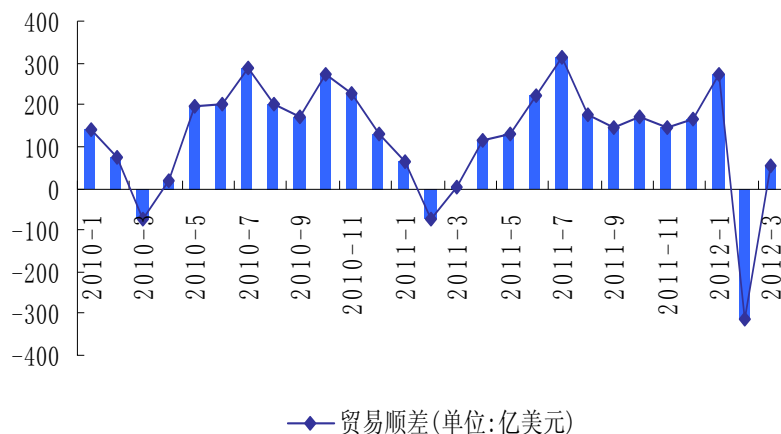
图1：外汇占款和“热钱”规模



资料来源：CEIC，申万研究

3月贸易余额为顺差53.5亿美元，比2月逆差314.9亿美元大幅提升，贸易余额的超预期是3月新增外汇占款较2月大幅增加的重要原因。

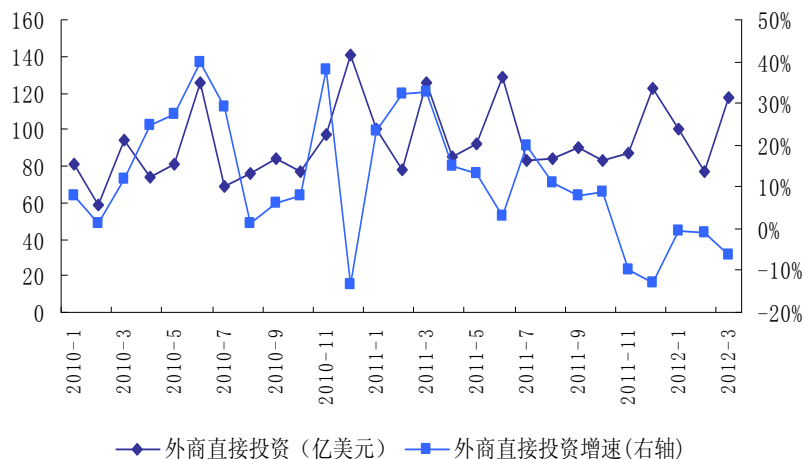
图2：3月对外贸易余额转为顺差



资料来源：CEIC，申万研究

3月外商直接投资利用金额比2月也有所提升。3月外商直接投资为177.6亿美元，环比2月增加52.2个百分点。3月外商直接投资大幅增加也是3月新增外汇占款增加的主要原因。

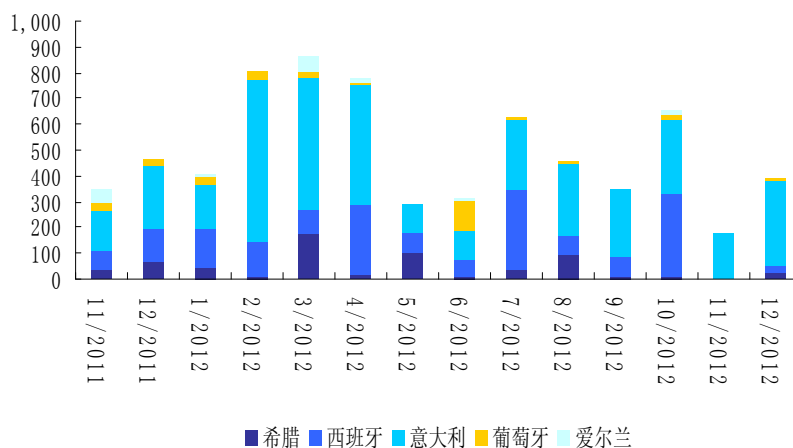
图3：外商直接投资及其增速



资料来源：CEIC，申万研究

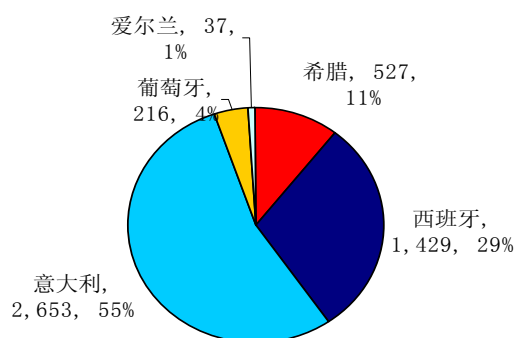
欧债3月债务本息到期量巨大，为863.4亿欧元，增大了对资金的需求，导致海外资金回流。

图4：2012年欧猪五国的月度未偿还债务



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5：2012 年欧猪五国的未偿还债务分布



资料来源：Bloomberg，申万研究（注：以上数据截至 2012 年 3 月 16 日）

美国整体经济好于市场预期，失业率、PMI 指标反映美国经济阶段性相对强增长，吸引了部分投资资金回流美国。

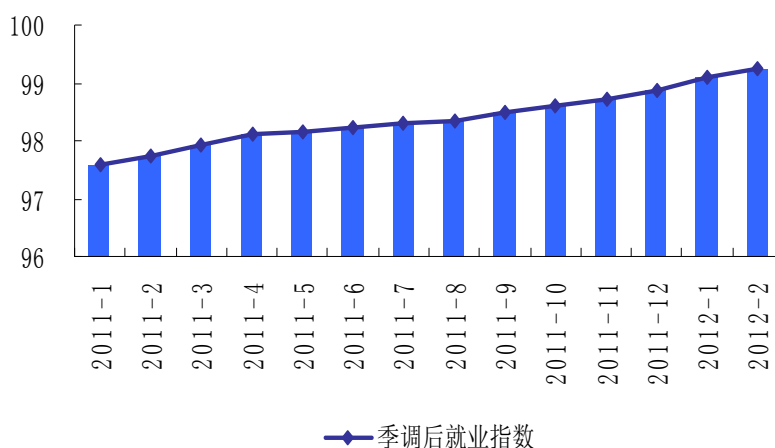
失业率、PMI 等数据呈现温和复苏态势。3 月 PMI 比 2 月增加 1 个点；季调后就业率指数逐月走高，提升了市场对美国经济复苏的信心，减弱了市场对于 QE3 的预期。

图 6：美国 PMI 指数



资料来源：CEIC，申万研究

图 7：美国就业指数



资料来源：CEIC，申万研究

欧洲债务问题推升了市场避险情绪，市场购买美元增大了 NDF 市场的波动，使得避险资金外流，导致美元指数阶段性走强，减缓了资金流入我国的压力。

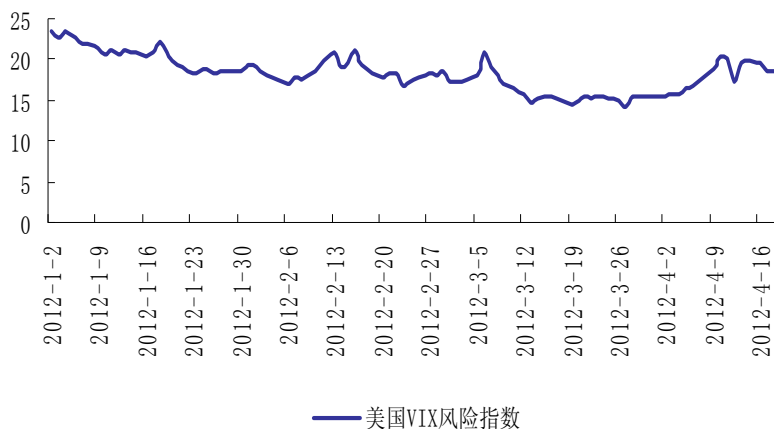
图 8：美元指数



资料来源：Bloomberg，申万研究

美国 VIX 风险指数是衡量国际资金流动的一个重要指标，一般而言，该指数数值较高，表明金融市场风险增大，国际资金流回到美国。3 月美国 VIX 风险指数较 2 月虽有小幅下跌，但是仍处在高位反映了国际资金流出我国趋势减缓。

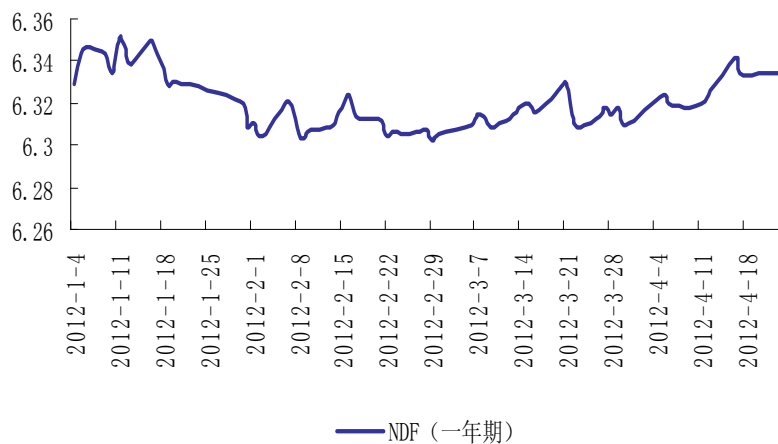
图 9: VIX 风险指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

人民币汇率方面，市场对 3 月人民币远期汇率出现分化，3 月上中旬市场购买美元增大了 NDF 市场的波动，使得避险资金外流，导致美元指数阶段性走强，促发人民币短期贬值预期增强，减缓了资金流入我国的压力，反映出“热钱”跨境流入动力不足。

图 10: 人民币汇率预期（一年期 NDF）

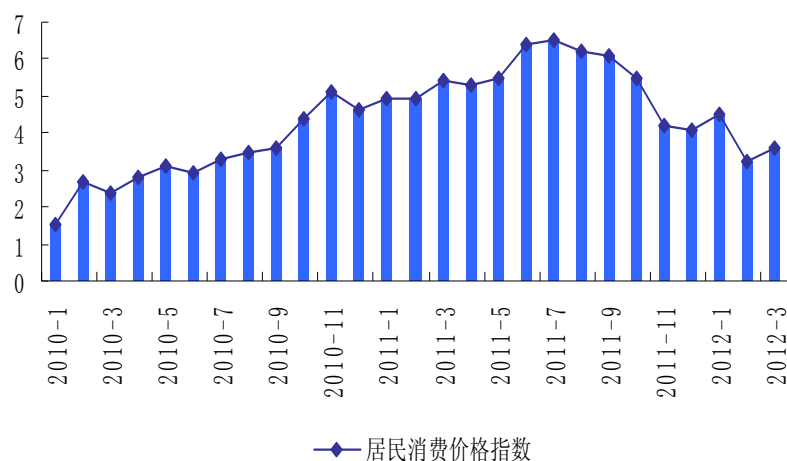


资料来源: WIND, 申万研究

2. 新增外汇占款处于低位和通胀缓解为政策调整打开空间

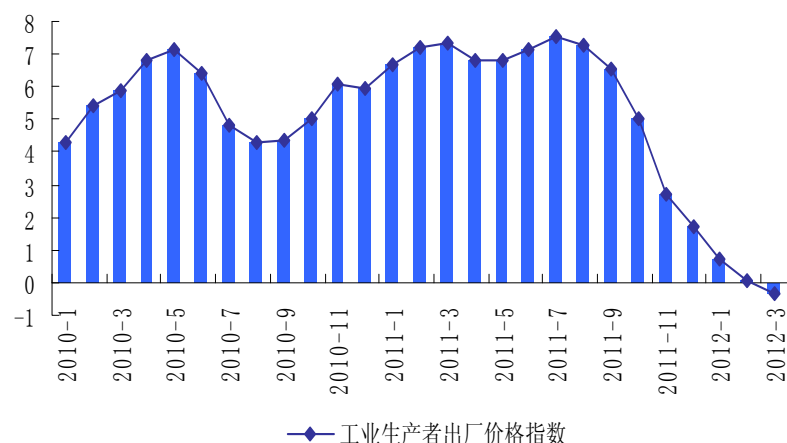
3 月新增外汇占款虽比 2 月有所增加，但是与历史均值相比仍处低位。虽然 3 月 CPI 有所反弹，但并不改变我们对 2012 年是高通胀时代难得的通胀缓解期的判断。

图 11：3 月 CPI 反弹不改回落趋势



资料来源：CEIC，申万研究

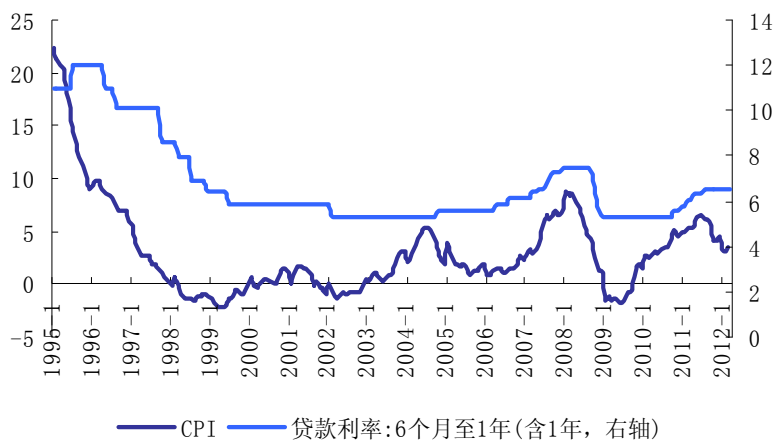
图 12：PPI 持续回落



资料来源：CEIC，申万研究

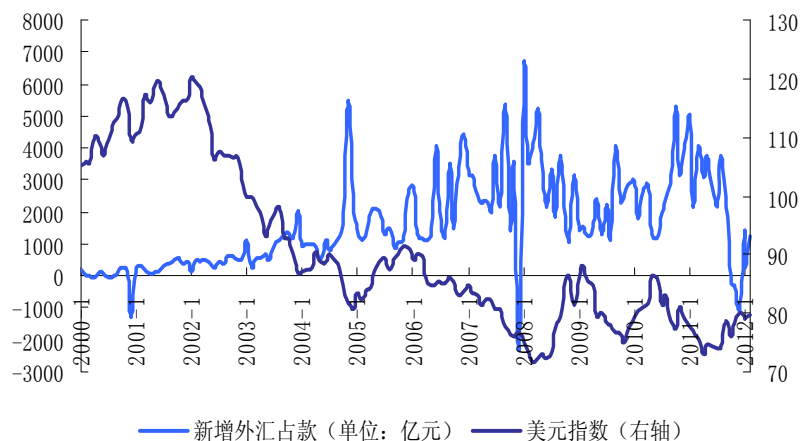
通胀缓解为下调准备金率及降息打开了空间。2 季度准备金率可能再次下调。2 季度存在一次降息可能。考虑到稳定储蓄和加大金融对经济的支持力度，不排除非对称降息的可能。

图 13: CPI 与降息



资料来源: CEIC, 申万研究

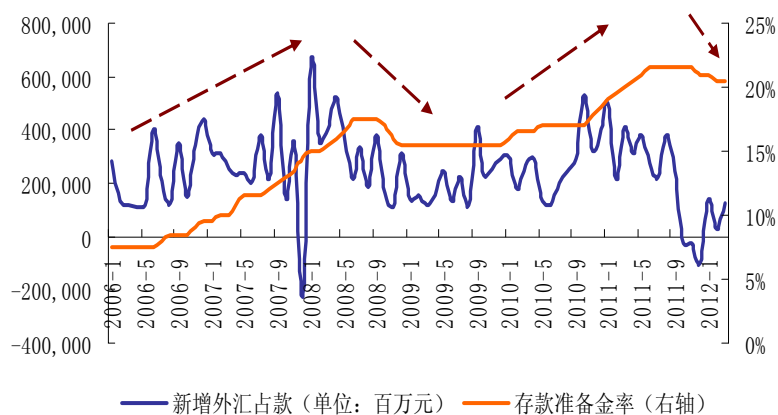
图 14: 新增外汇占款与美元走势



资料来源: Bloomberg, 申万研究

预计全年新增外汇占款为 1.8 万亿左右, 新增外汇占款整体降低导致货币政策应积极应对, 预计今年需要下调准备金率 3 次才能保障货币的正常供给。

图 15: 汇占款与存款准备金率



资料来源: CEIC, 申万研究

表 1: 2010 年来央行调整 RRR 的幅度和时间

宣布时间	生效时间	调整前	调整后	调整幅度
				(单位: 百分点)
2012 年 2 月 18 日	2012 年 2 月 24 日	(大型金融机构) 21.00%	20.5%	-0.5
		(中小金融机构) 19.00%	18.5%	-0.5
2011 年 11 月 30 日	2011 年 12 月 5 日	(大型金融机构) 21.50%	21.00%	-0.5
		(中小金融机构) 19.50%	19.00%	-0.5
2011 年 6 月 14 日	2011 年 6 月 20 日	(大型金融机构) 21.00%	21.50%	0.5
		(中小金融机构) 19.00%	19.50%	0.5
2011 年 5 月 12 日	2011 年 5 月 18 日	(大型金融机构) 20.50%	21.00%	0.5
		(中小金融机构) 18.50%	19.00%	0.5
2011 年 4 月 17 日	2011 年 4 月 21 日	(大型金融机构) 20.00%	20.50%	0.5
		(中小金融机构) 18.00%	18.50%	0.5
2011 年 3 月 18 日	2011 年 3 月 25 日	(大型金融机构) 19.50%	20.00%	0.5
		(中小金融机构) 17.50%	18.00%	0.5
2011 年 2 月 18 日	2011 年 2 月 24 日	(大型金融机构) 19.00%	19.50%	0.5
		(中小金融机构) 17.00%	17.50%	0.5
2011 年 1 月 14 日	2011 年 1 月 20 日	(大型金融机构) 18.50%	19.00%	0.5
		(中小金融机构) 16.50%	17.00%	0.5
2010 年 12 月 10 日	2010 年 12 月 20 日	(大型金融机构) 18.00%	18.50%	0.5

		(中小金融机构) 16.00%	16.50%	0.5
2010 年 11 月 19 日	2010 年 11 月 29 日	(大型金融机构) 17.50%	18.00%	0.5
		(中小金融机构) 15.50%	16.00%	0.5
2010 年 11 月 9 日	2010 年 11 月 16 日	(大型金融机构) 17.00%	17.50%	0.5
		(中小金融机构) 15.00%	15.50%	0.5
2010 年 5 月 2 日	2010 年 5 月 10 日	(大型金融机构) 16.50%	17.00%	0.5
		(中小金融机构) 14.50%	15.00%	0.5
2010 年 2 月 12 日	2010 年 2 月 25 日	(大型金融机构) 16.00%	16.50%	0.5
		(中小金融机构) 14.00%	14.50%	0.5
2010 年 1 月 12 日	2010 年 1 月 18 日	(大型金融机构) 15.50%	16.00%	0.5
		(中小金融机构) 13.50%	14.00%	0.5

资料来源：中国人民银行，申万研究

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。