

2012 年 05 月 16 日

“热钱”流出加剧，年内新增外汇占款首次告负

——2012 年 4 月外汇占款数据分析和展望

相关报告

《经济加速回落 倒逼政策加码——2012 年 4 月经济数据分析》

2012 年 5 月 14 日

《形势所迫 不得不发——央行下调存款准备金率点评》

2012 年 5 月 14 日

《实体经济需求不振 期待政策放松加码——2012 年 4 月份金融数据点评》

2012 年 5 月 14 日

《进出口低于预期，政策加码迫在眉睫——2012 年 4 月进出口数据短评》

2012 年 5 月 11 日

《新增外汇占款连续 3 月增加，“热钱”流出放缓 2012 年 3 月外汇占款数据分析和展望》

2012 年 04 月 25 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

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

钟嘉妮

(8621)23297484

zhongjin@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>

结论或者投资建议：

4 月新增外汇占款为 -605.71 亿元，比上月少增 1852.07 亿元，为连续三个月增加后的首次负增长。欧债危机动荡引起市场避险情绪增强，美元指数阶段性反弹和人民币汇率贬值预期增大导致“热钱”大量流出是 4 月新增外汇占款降低的主要原因。4 月以来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。全年贸易形势不容乐观，预计贸易顺差将会继续收窄，造成新增外汇占款面临趋势性下降情形。因此，未来央行仍有必要下调准备金率以满足市场流动需求。我们仍维持此前的判断，认为继今年第二次降准后，年内还会有 2 次降准，主要时间点将在下半年。在价格政策方面，不排除在 CPI 走低后有降息的可能。

原因及逻辑：

全国金融机构 4 月新增外汇占款为 -605.71 亿元，比上月少增 1852.07 亿元，为年内以来的首次负增长。4 月进口大幅低于预期导致贸易余额比 3 月有所改善，顺差进一步扩大；4 月 FDI 环比 3 月有所回落，少增 33.56 亿美元。我们测算 4 月“热钱”流出规模为 404.9 亿美元，相比上月“热钱”流出规模呈加快趋势。

欧债危机动荡引起市场避险情绪增强，致使资金流向美元避险。美元指数阶段性反弹至高位促发人民币汇率贬值预期增大，抑制了“热钱”流入我国的投机热情，减缓了资金流入我国的压力。4 月“热钱”大幅流出是导致新增外汇占款大幅降低的主要原因。

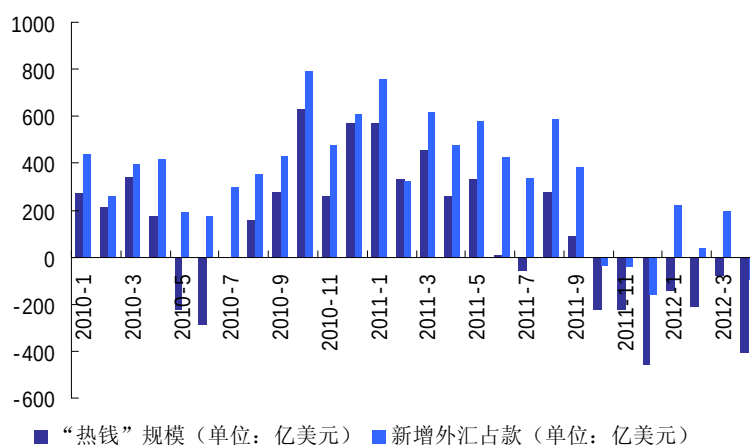
4 月 CPI 回落至 3.4%印证了我们对于今年通胀不是问题，核心矛盾在增长的判断，通胀缓解为降息和下调准备金率打开了政策空间。

全年贸易形势不容乐观，预计贸易顺差将会继续收窄，造成新增外汇占款面临趋势性下降情形。因此，未来央行仍有必要下调准备金率以满足市场流动需求。我们仍维持此前的判断，认为继今年第二次降准后，年内还会有 2 次降准，主要时间点将在下半年。在价格政策方面，不排除在 CPI 走低后有非对称降息的可能。

1. “热钱”流出加剧，年内新增外汇占款首次告负

全国金融机构4月新增外汇占款为-605.71亿元，比上月少增1852.07亿元，为年内以来的首次负增长。4月进口大幅低于预期导致贸易余额比3月有所改善，顺差进一步扩大；4月FDI环比3月有所回落，少增33.56亿美元。我们测算4月“热钱”流出规模为404.9亿美元，相比上月“热钱”流出规模呈加快趋势。4月“热钱”大幅流出是导致新增外汇占款大幅降低的主要原因。

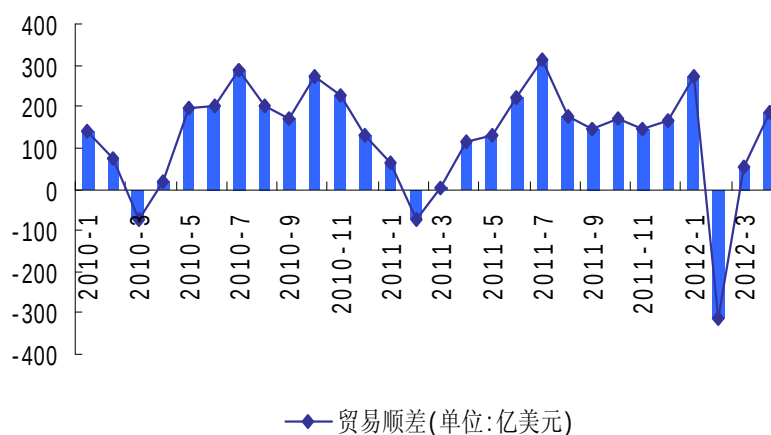
图1：外汇占款和“热钱”规模



资料来源：CEIC，申万研究

4月贸易余额为顺差184.26亿美元，比3月多增130.79亿美元。

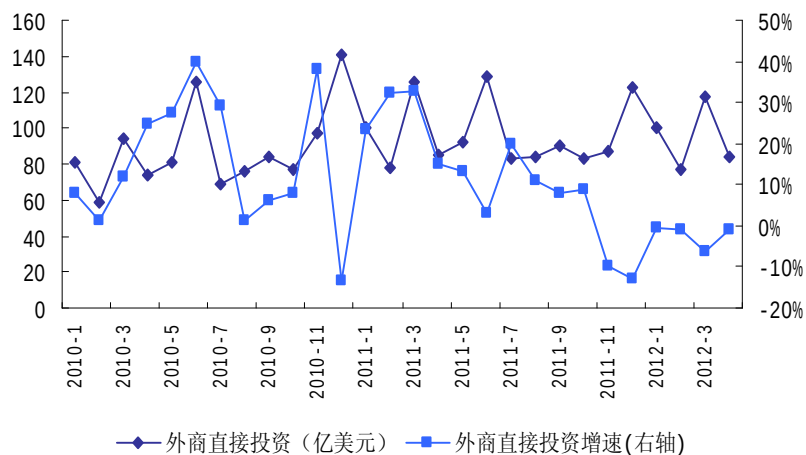
图2：4月贸易余额环比3月多增130.79亿美元



资料来源：CEIC，申万研究

4月外商直接投资利用金额比3月有所降低。4月外商直接投资为84.01亿美元，环比3月降低了28.54个百分点。4月外商直接投资大幅降低部分贡献了新增外汇占款的大幅下降。

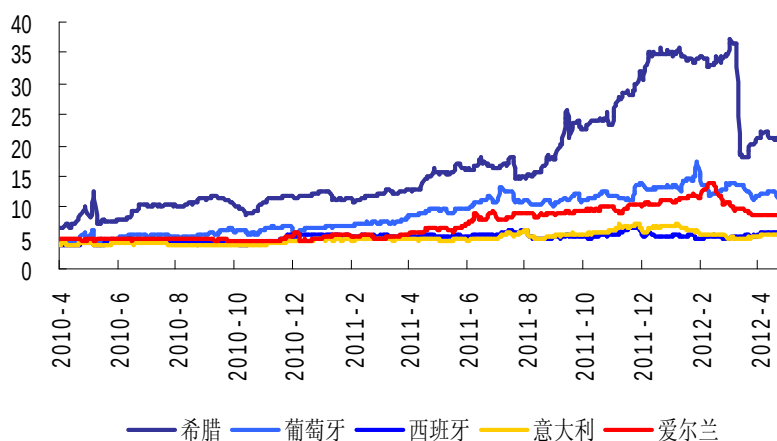
图3：外商直接投资及其增速



资料来源：CEIC，申万研究

欧债危机动荡，二季度再起波澜，西班牙和法国的总债务占GDP的比重已超过300%，其中公司债务尤其严重。第二季度因西班牙、希腊债券收益率再度上升，且法、希大选增加政治风险，全球避险情绪再起。

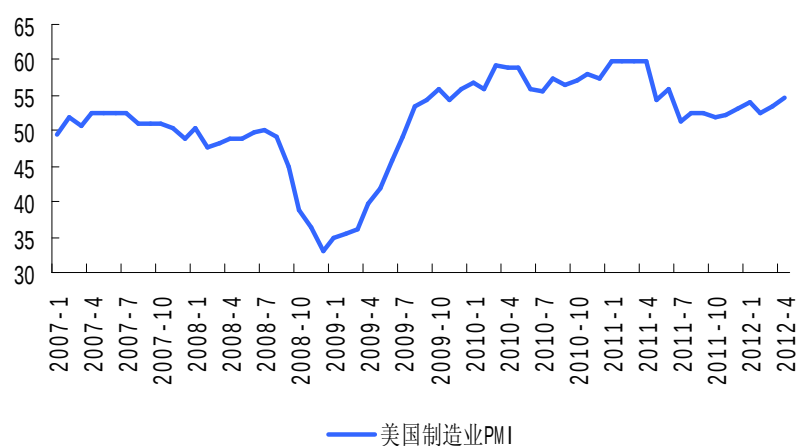
图4：欧猪五国10年期国债收益率4月起有所抬头



资料来源：Bloomberg，申万研究

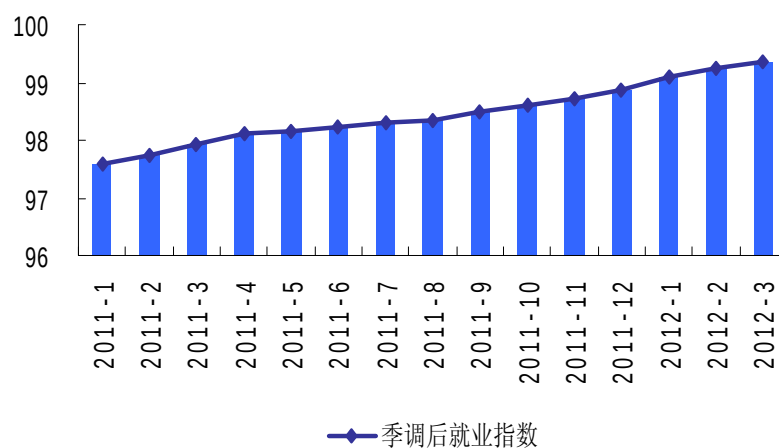
美国整体经济短期好转，4月PMI比3月增加1.4个点；季调后就业率指数也较上月有所好转，提振了市场对美国经济复苏的信心。

图 5：美国 PMI 指数



资料来源：CEIC，申万研究

图 6：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，致使资金流向美元避险，美元指数阶段性反弹至高位促发人民币汇率贬值预期增大，抑制了“热钱”流入我国的投机热情，减缓了资金流入我国的压力。

图7：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。4 月美国 VIX 风险指数持续在高位震荡，反映了国际资金流出我国趋势增强。

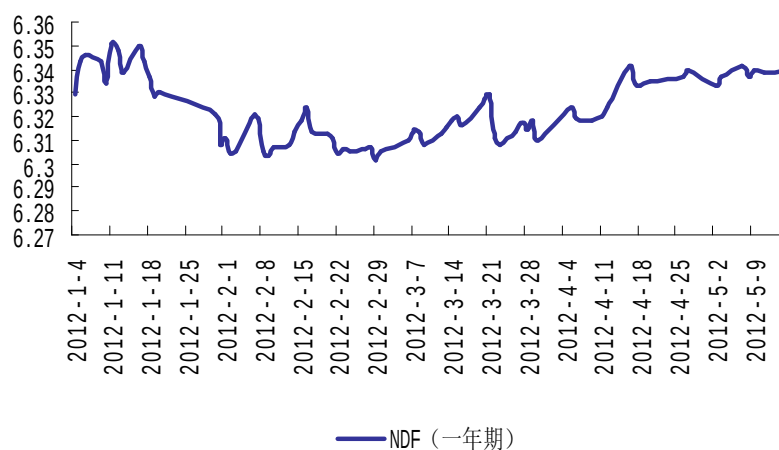
图8：VIX 风险指数



资料来源：Bloomberg，申万研究

人民币汇率方面，市场对 4 月人民币远期汇率持贬值预期增强的态势，1 年期 NDF 持续上扬。人民币汇率贬值抑制了“热钱”跨境流入我国进行投机，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 9：人民币汇率预期（一年期 NDF）



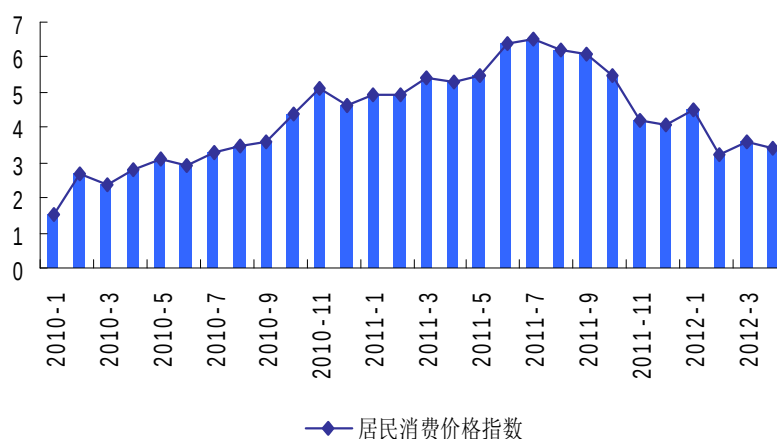
资料来源：WIND，申万研究

2. 新增外汇占款大幅降低和通胀回落趋势确立为政策调整打开空间

4 月新增外汇占款大幅降低，再次出现负增长，比上月少增了 1852.07 亿元，

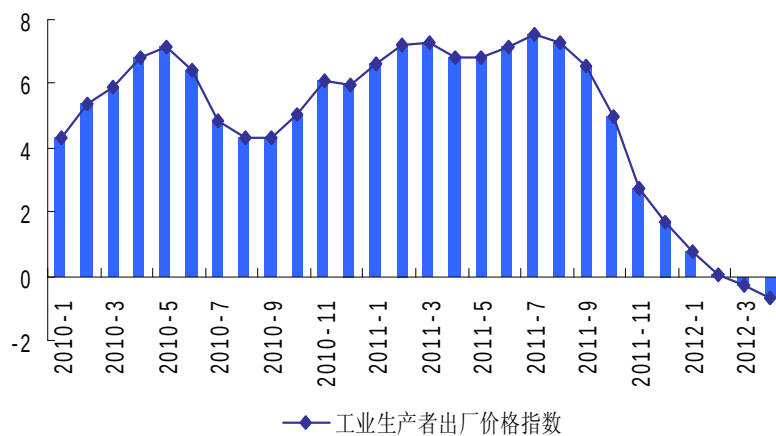
4 月 CPI 回落至 3.4%印证了我们对于今年通胀不是问题，核心矛盾在增长的判断，通胀缓解为降息和下调准备金率打开了政策空间。

图 10：通胀回落趋势确立



资料来源：CEIC，申万研究

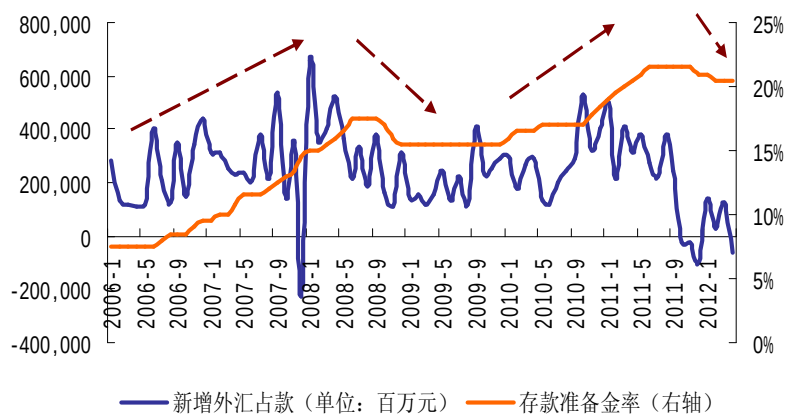
图 11: PPI 持续回落



资料来源：CEIC，申万研究

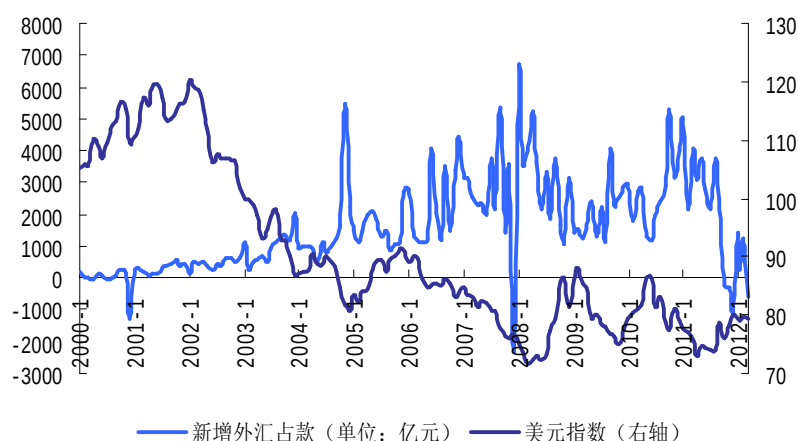
全年贸易形势不容乐观，预计贸易顺差将会继续收窄，造成新增外汇占款面临趋势性下降情形。因此，未来央行仍有必要下调准备金率以满足市场流动需求。

图 12: 汇占款与存款准备金率



资料来源：CEIC，申万研究

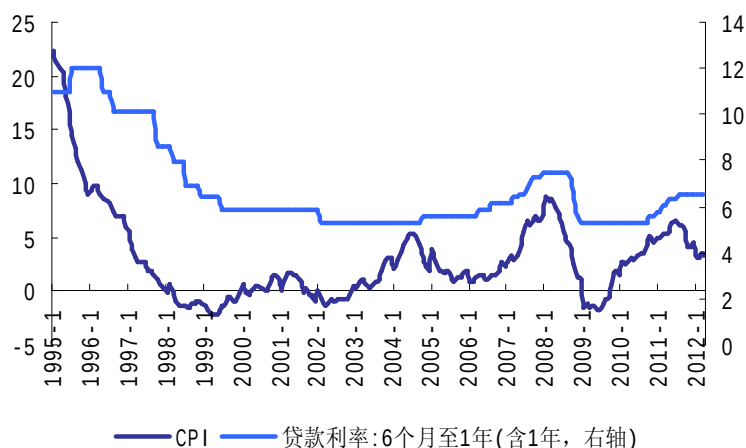
图 13: 新增外汇占款与美元走势



资料来源: Bloomberg, 申万研究

我们仍维持此前的判断,认为继今年第二次降准后,年内还会有 2 次降准,主要时间点将在下半年。在价格政策方面,不排除在 CPI 走低后有非对称降息的可能。

图 14: CPI 与降息



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 5 月 12 日	2012 年 5 月 18 日	(大型金融机构) 20.50%	20.00%	-0.5
		(中小金融机构) 18.50%	18.00%	-0.5
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。