

2012 年 06 月 20 日

贸易和 FDI 超预期难抵“热钱”流出，新增外汇占款仍处低位

相关报告

《“热钱”流出加剧，年内新增外汇占款首次告负》
2012 年 5 月 16 日

《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

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

zhongjn@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 5 月外汇占款数据分析和展望

结论或者投资建议：

- 5 月新增外汇占款为 234.31 亿元，比上月多增 840.02 亿元，今年前 5 个月月均新增外汇占款 507.1 亿元，远低于 2009 年以来月均 2138.8 亿元的水平。虽然 5 月贸易和 FDI 大幅超出市场预期，但一方面，由于欧债危机导致国际金融市场动荡加剧，资金避险情绪增大；5 月人民币贬值预期增强，导致短期国内“热钱”外流压力增大；另一方面，随着人民币贬值预期阶段性增强，增大了结汇减少的可能性，使得银行代客结售汇差额收窄。综合导致 5 月新增外汇占款虽有小幅反弹，但仍持在低位的格局。整体看，下半年新增外汇占款将显著小于历史同期水平，为了满足市场流动性需求，预计年内还有两次降息和两次降准。

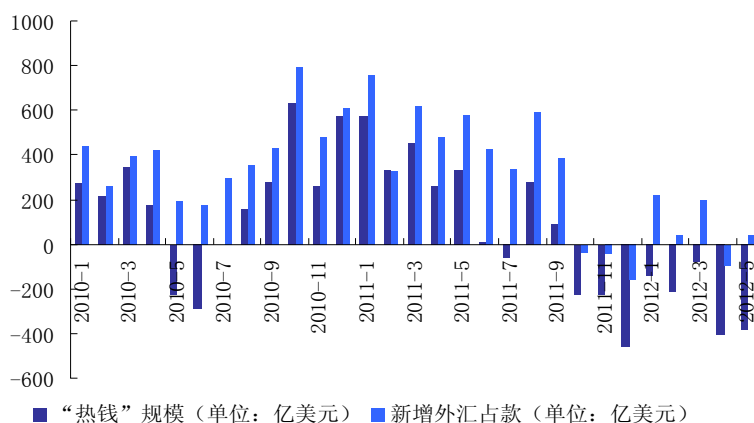
● 原因及逻辑：

- 全国金融机构 5 月新增外汇占款为 234.31 亿元，比 4 月多增 840.02 亿元，今年前 5 个月月均新增外汇占款为 507.1 亿元，远低于 2009 年以来月均 2138.8 亿元的水平。5 月贸易和 FDI 大幅超预期，扭转了新增外汇占款为负的局面，但新增外汇占款仍处低位。5 月进出口规模大幅超预期，扩大了当月贸易顺差；5 月 FDI 为 92.3 亿美元，环比 4 月增加了 9.9 个百分点。贸易和 FDI 大幅超预期难改“热钱”流出造成新增外汇占款处于低位格局。我们测算 5 月“热钱”流出规模为 384.1 亿美元。
- 西班牙债务危机问题使得欧债危机动荡，并引起市场避险情绪增强，致使资金流向美元避险。美元指数大幅反弹至高位，加剧了市场对人民币贬值预期增强的看法，抑制了“热钱”流入我国金融市场进行投机的热情，从而降低了资金流入我国的压力。
- 人民币贬值预期阶段性增强，使得国内市场外汇持有者增大了结汇减少的可能性，使得银行代客结售汇差额收窄。综合来看，5 月国内结汇差额收窄和“热钱”大幅流出是导致当月新增外汇占款大幅降低的主要原因。
- 5 月 CPI 回落至 3.0%，企业利润增速下滑，进一步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。当前中小企业资金需求压力依然较大，需要增大对中小企业的金融支持力度。通胀缓解和企业对资金的需求增大为降息和下调准备金率打开了政策空间。
- 下半年贸易和吸引外商投资压力仍旧很大，预计下半年新增外汇占款将显著小于历史同期水平。未来央行仍有必要下调准备金率和降息以满足市场流动需求，我们预计今年还有两次降准和 2 次降息。

1. 贸易和FDI超预期难抵“热钱”流出，新增外汇占款仍处低位

全国金融机构5月新增外汇占款为234.31亿元，比4月多增840.02亿元，今年前5个月月均新增外汇占款为507.1亿元，远低于2009年以来月均2138.8亿元的水平。5月进出口规模大幅超预期，打破了2011年11月的3344亿美元的水平。5月贸易顺差为187亿美元。5月FDI为92.3亿美元，环比4月增加了9.9个百分点。我们测算5月“热钱”流出规模为384.1亿美元，比上月略有收窄。5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：“热钱”大幅流出导致新增外汇占款处于低位



资料来源：CEIC，申万研究

5月贸易大幅超预期，贸易余额为187亿美元，环比4月多增2.8亿美元。

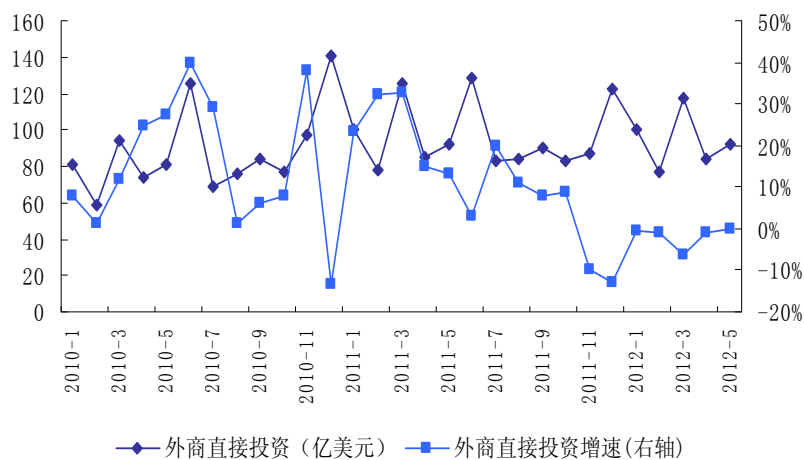
图2：5月贸易余额环比4月增加2.8亿美元



资料来源：CEIC，申万研究

5 月外商直接投资利用金额比 4 月有所提升。5 月外商直接投资为 92.3 亿美元，环比 4 月增加了 9.9 百分点。

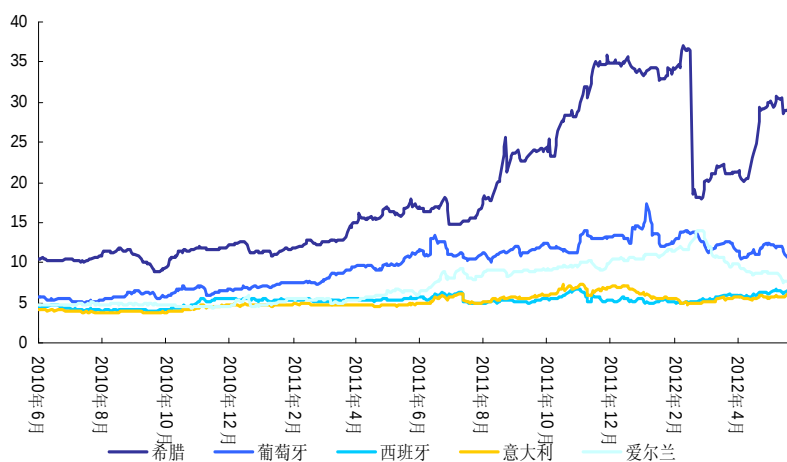
图 3：外商直接投资及其增速



资料来源：OEIC，申万研究

西班牙债务问题引发欧债危机动荡，并引起市场避险情绪增强，使得大量资金涌向美元避险。西班牙 10 年期国债收益率持续上升，表明西班牙债务风险加剧。

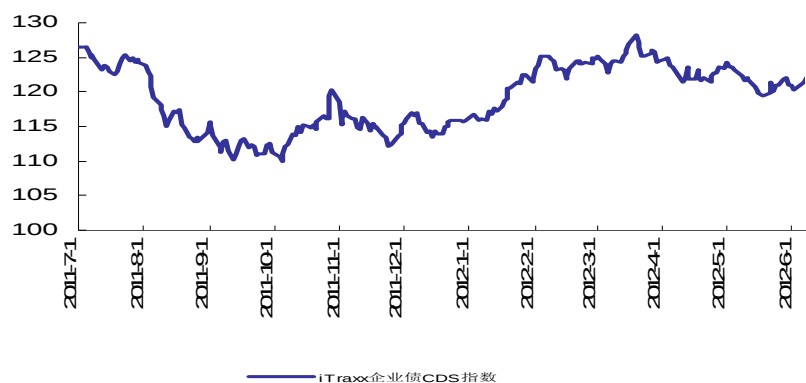
图 4：西班牙 10 年期国债收益率上升



资料来源：Bloomberg，申万研究

二季度西班牙和法国的总债务占 GDP 的比重已超过 300%，企业债 CDS 指数处于高位，市场对公司债务违约风险加剧。

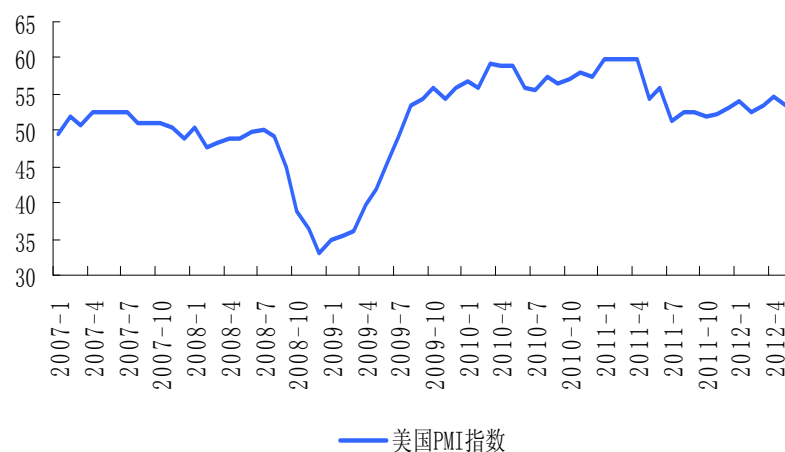
图 5：市场对企业债违约风险情绪加剧



资料来源：Bloomberg，申万研究

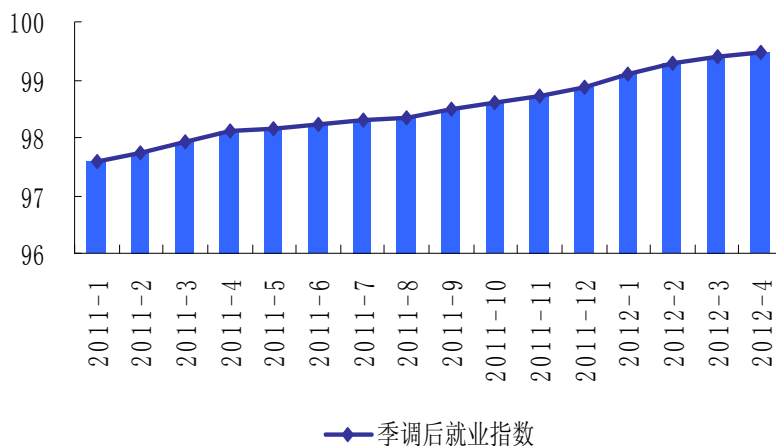
美国经济缓慢复苏，5月PMI比4月有小幅下跌，但仍维持在53.5的高位。季调后就业率指数比4月有所好转，提振了市场对美国经济复苏的信心。

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

西班牙债务问题导致欧洲危机反复，推升了市场避险情绪，致使国际资金流向美元避险，美元指数阶段性大幅反弹加剧人民币汇率贬值预期增强，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。

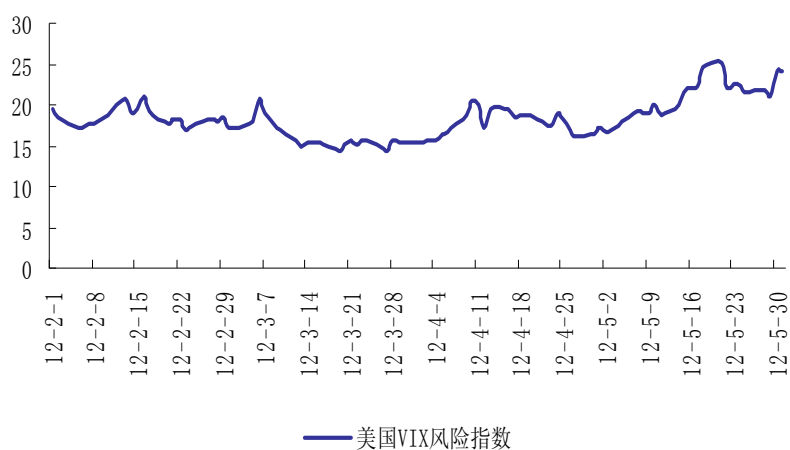
图 8：美元指数



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。5 月美国 VIX 风险指数较 4 月有了大幅提升，反映了国际资金流出我国趋势增强。

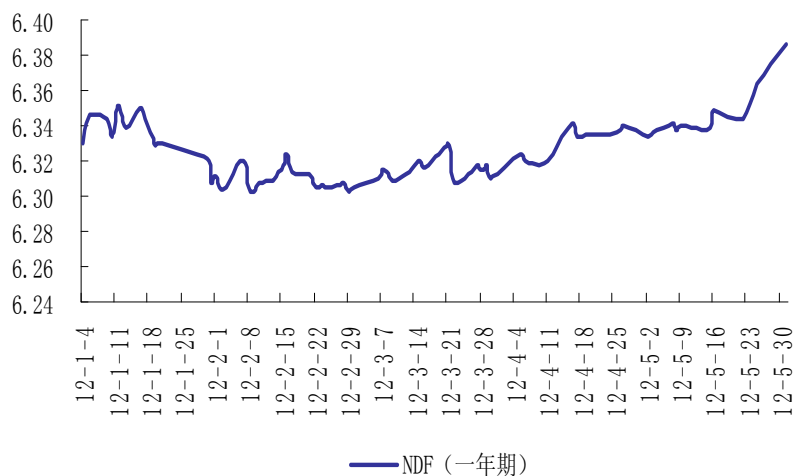
图 9: VIX 风险指数



资料来源: Bloomberg, 申万研究

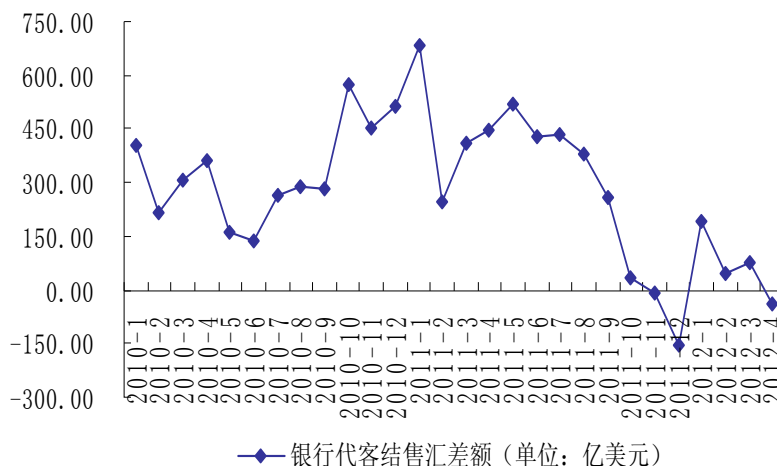
人民币汇率方面，市场对 5 月人民币远期汇率持贬值预期增强态度，1 年期 NDF 持续上扬至高位。人民币汇率贬值抑制了“热钱”跨境流入我国进行投机，减缓了资金流入我国的压力。

图 10: 人民币汇率预期（一年期 NDF）



资料来源: WIND, 申万研究

图 11：人民币贬值预期增强降低了结汇积极性

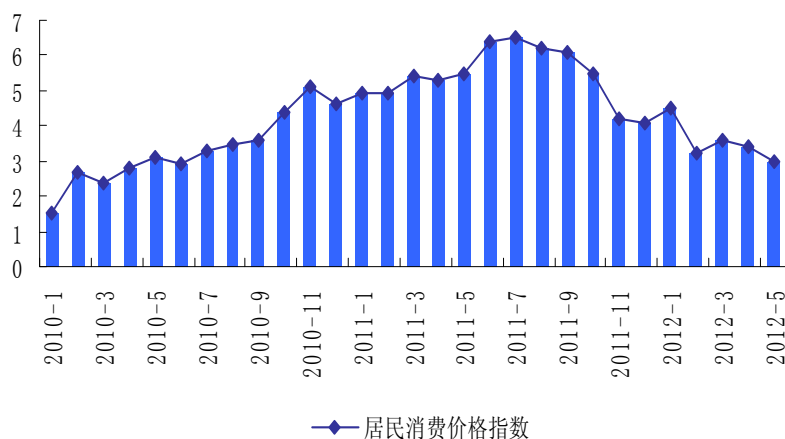


资料来源：CEIC，申万研究

2. 通胀回落、企业利润增速下滑及新增外汇占款处于低位为政策调整打开空间

5月CPI回落至3.0%，企业利润增速下滑，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。当前中小企业资金需求压力依然较大，需要增大对中小企业的金融支持力度。通胀缓解和企业对资金的需求增大为降息和下调准备金率打开了政策空间。

图 12：通胀持续回落



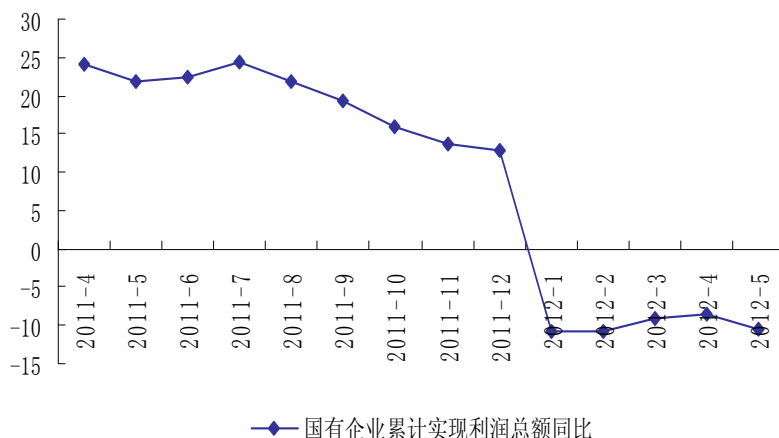
资料来源：CEIC，申万研究

图 13: PPI 持续回落



资料来源：CEIC，申万研究

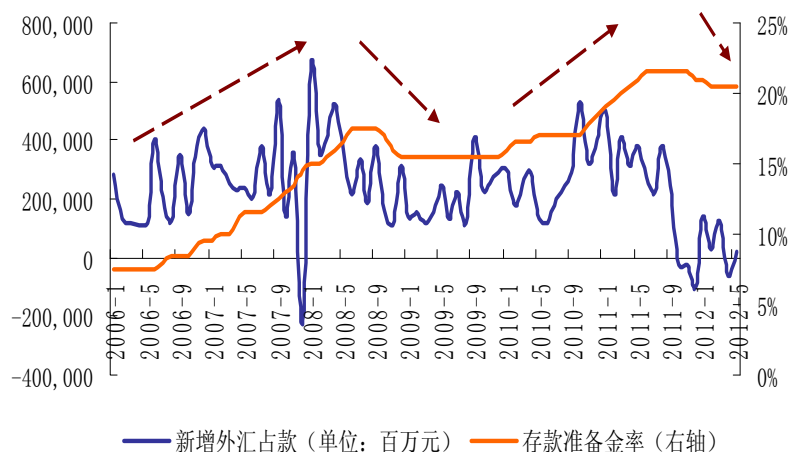
图 14: 国有企业累计实现利润总额同比持续降低



资料来源：CEIC，申万研究

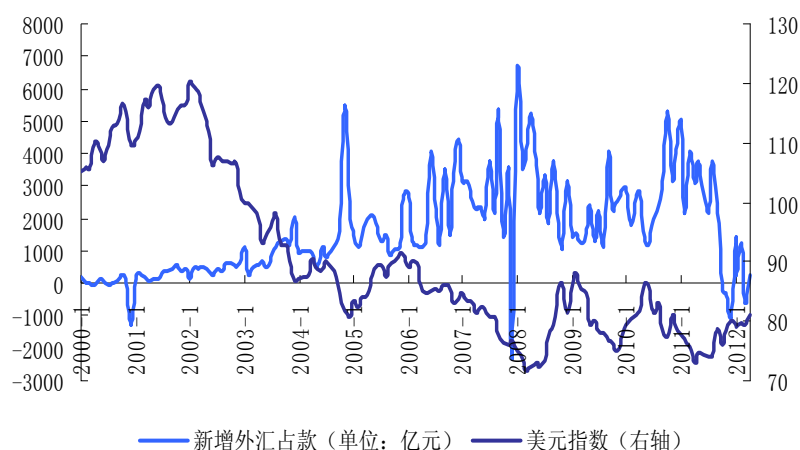
下半年贸易和吸引外商投资压力仍旧很大，预计下半年新增外汇占款将明显小于历史同期水平。未来央行仍有必要下调准备金率和降息以满足市场流动需求。

图 15: 外汇占款与存款准备金率



资料来源: CEIC, 申万研究

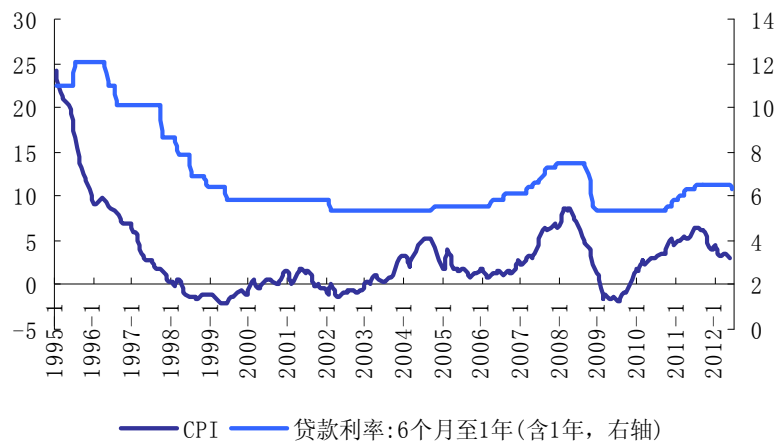
图 16: 新增外汇占款与美元走势



资料来源: Bloomberg, 申万研究

为满足市场流动性需求, 我们认为继今年第二次降准后, 年内还会有 2 次降准, 以及 2 次降息的可能。

图 17: 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。