

专题报告

十五年未有之变局

2012 年 9 月 21 日

中国国际资本流动专题报告之二

主要预测

%	11	12E
GDP	9.2	8.1
CPI	5.4	2.7
PPI	6.0	-0.3
社会消费品零售	17.1	16.3
工业增加值	13.9	10.5
出口	20.3	12.1
进口	24.9	16.5
固定资产投资	23.8	16.1
M2	13.6	13.0
人民币贷款余额	15.8	14.9
1 年期存款利率	3.50	3.25
1 年期贷款利率	6.56	6.31
人民币汇率	6.30	6.12

最新数据 (8 月)

工业	8.9
城镇投资	20.2
零售额	13.2
CPI	2.0
PPI	-3.5

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理:

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

事件:

2012 年 9 月 12 日, 国家外汇管理局公布了第二季度及上半年《中国国际收支平衡表》数据。2012 年第二季度, 中国的国际储备资产减少 118 亿美元。

核心观点:

1、2012 年第二季度中国外汇储备的减少是不是十五年来未有之变局的开始, 是否意味着亚洲金融危机的噩梦重现呢? 认真比较和分析《中国国际收支平衡表》各项有关数据, 我们认为事实并非如此。

2、二季度外汇储备减少的主要原因是资本和金融项目逆差 412 亿美元, 是藏汇于民和增持国外资产的结果, 不同于资本外逃。

3、通过深入解读国际收支平衡表和国际投资头寸表, 前瞻来看我们认为中国面临的国际收支风险低, 主要原因在于:

首先, 外汇储备下降并不简单等同于资本外逃。

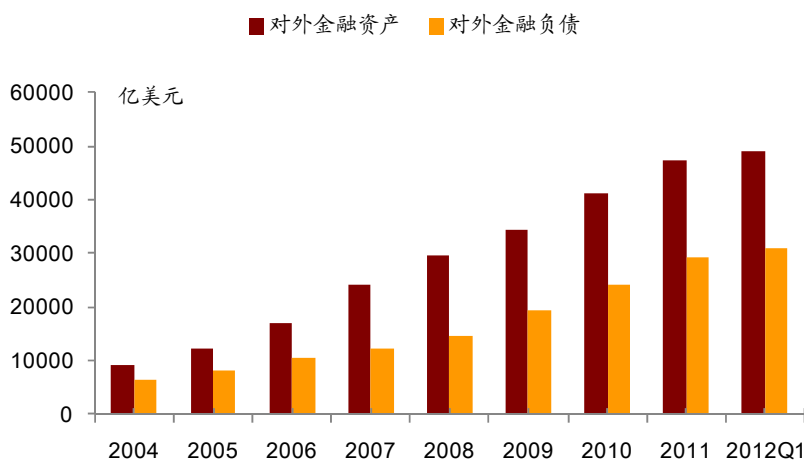
其次, 衡量对外风险还要看总账簿。

第三, 我国抵御外部冲击的能力与 1998 年相比已不可同日而语。

第四, 我国贸易状况好于当时陷入亚洲金融危机的国家。

第五, 欧美央行的货币政策将助推国际资本回流新兴经济体。

图: 对外金融资产和负债净头寸图



资料来源: 国家外汇管理局, 招商证券

一、亚洲金融危机噩梦重现？

2012 年第二季度，中国的国际储备资产减少 118 亿美元（不含汇率、价格等非交易价值变动影响），其中，外汇储备资产减少 112 亿美元，在基金组织的储备头寸减少 4 亿美元，特别提款权减少 1 亿美元。

这个数据意味着什么呢，比较才能出真知。此前，国家外汇管理局第一次公布了 1998 年至 2009 年以来《中国国际收支平衡表》的各项的季度数据。分析这一首次披露的季度数据可以发现，上次中国出现国际储备资产负增长还是在 1998 年的第二季度。当时正是亚洲金融危机爆发的第二阶段，继泰国之后，印尼等东南亚国家纷纷被卷入危机的漩涡，日元汇率出现剧烈调整。进入 1998 年 8 月，接下来发生的是大家更为熟悉的亚洲金融危机第三阶段，索罗斯阻击港元和香港股市，恒生指数暴跌至 6600 点。其后，虽然在香港政府的应对下，成功维护了香港的联系汇率制度，但仅可称得上获得“惨胜”。与此同时，中国政府也勇于承担国际责任，在其他国家和地区竞相贬值的巨大外部压力下，作出人民币汇率不贬值的承诺并切实践行，但实属苦苦支撑。其后，亚洲危机带来的资产价格缩水 and 银行不良资产问题的负面影响逐步显现，不能不说是造成此后大陆和香港经济走低及通货紧缩的罪魁祸首。反观前阶段的国际经济和金融形势，欧洲债务危机麻烦不断，欧元走弱带动美元走强，引发美元套期交易平盘。“新兴经济体增速普遍放缓，且面临跨境资本流动逆转和货币贬值的挑战”。国内外汇市场人民币汇率从 2011 年四季度以来已数次出现“跌停”现象，新增外汇占款和结售汇顺差规模下降甚至出现较明显的负增长。一时之间，“国际资本大举逃离中国，万亿热钱流出，人民币汇率已过度升值”等等悲观言论不断出现。2012 年第二季度中国外汇储备的减少是不是十五年来未有之变局的开始，是否意味着亚洲金融危机的噩梦重现呢？认真比较和分析《中国国际收支平衡表》各项有关数据，我们认为事实并非如此。

表 1：2012 年第二季度中国国际收支平衡表（简化）（单位：亿美元）

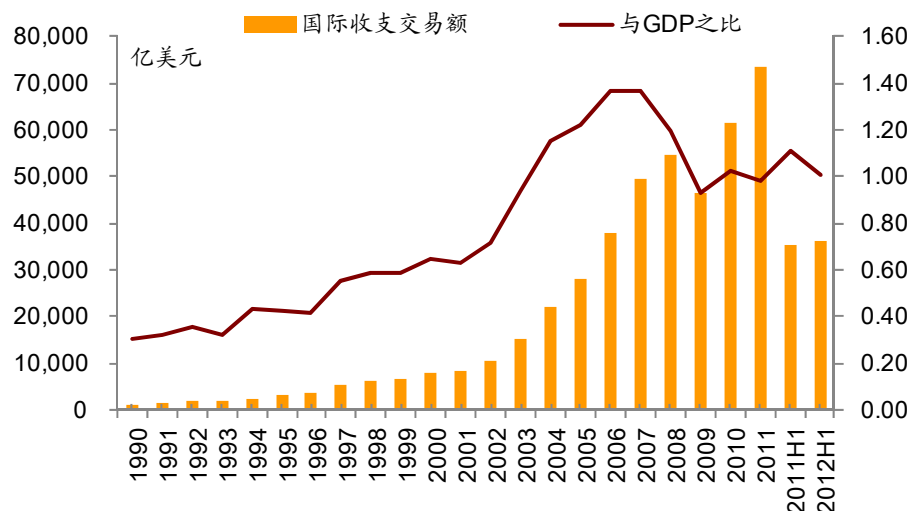
项 目	差额	贷 方	借 方
一. 经常项目	537	6,163	5,626
A. 货物和服务	687	5,730	5,043
B. 收益	-156	306	462
C. 经常转移	6	127	121
二. 资本和金融项目	-412	3,140	3,552
A. 资本项目	9	10	1
B. 金融项目	-421	3,130	3,552
1. 直接投资	411	682	270
2. 证券投资	111	176	65
3. 其它投资	-944	2,272	3,216
3.1 资产	-1,214	56	1,270
3.1.1 贸易信贷	-336	0	336
3.1.2 贷款	-251	6	257
3.1.3 货币和存款	-639	38	677
3.2 负债	270	2,217	1,946
三. 储备资产	118	118	0
3.4 外汇	112	112	0
四. 净误差与遗漏	-242	0	242

资料来源：国家外汇管理局，招商证券

二、资本和金融项目逆差是导致二季度外汇储备减少的主因

了解对外交易首先要会读懂《国际收支平衡表》。《中国国际收支平衡表》相当于记录我国对外经济交易的流水帐，进出口多少，外国人到中国投资建厂和中国在境外收购交易规模如何等等分别记录在不同的项目下面。最大的两个项目分类分别是：经常项目、资本和金融项目。简言之，前者主要是记录货物和服务往来，一经交易即钱货两清，所以是经常项目（Current Account）；后者记录的交易在发生后会产生持续的股权和债权债务关系，所以是资本和金融项目（Capital and Financial Account）。各种各样的交易都需要收钱或付钱，因为是对外交易，这个钱一般是指外汇（但不是绝对，因为人民币已开始用于国际交易）。如果我国买别国的货物和服务多过对方，出现经常项目逆差，需要支付外汇；如果是偿还以前的债务或者出借资金增加对别人的债权，出现资本和金融项目逆差，也要付外汇。如果是国内家庭和企业持有的外汇，被称为外汇存款；如果是中国人民银行持有的外汇，才被称为外汇储备。因此，不是一看到外汇储备减少就需要担心，而是要读懂《国际收支平衡表》，看外汇储备为何减少，是不是持续，有没有底线。

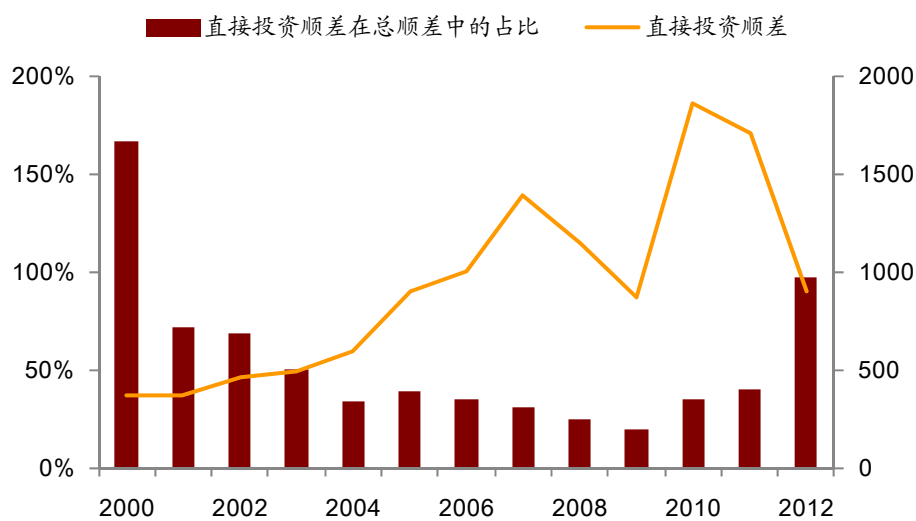
图 1：国际收支交易规模及其余 GDP 之比



资料来源：国家外汇管理局，招商证券

二季度外汇储备减少的主要原因是资本和金融项目逆差 412 亿美元。2012 年第二季度经常项目实现顺差 537 亿美元，应该说基本与当前的进出口贸易形势基本吻合。这一点很关键，相对稳定和可持续的经常项目顺差，显示中国在这方面是净收到外汇，而不是因需维持日常生活需持续对外付外汇。仔细阅读平衡表可见，造成二季度外汇储备下降的主要原因是资本和金融项目出现的 412 亿美元逆差。据前所述，这个逆差不是还债就是借钱给外国。资本和金融项目下主要有三大类交易，分别是直接投资、证券投资和其他投资。从已公布的数据看，直接投资在第二季度实现顺差 411 亿美元，但顺差规模较去年同期有较明显的下降，同比下降 14%。与今年第一季度 489 亿美元的顺差规模相比，环比下降 16%。证券投资项下的主要交易包括以 QDII 方式的对外投资和以境外上市及 QFII 等方式吸收的境外投资，因受到严格的审批管制，所以一般而言差额不大。第二季度证券投资实现顺差 111 亿美元，除此前的境外证券投资回流外，还包括对境外人民币持有者开放银行间货币市场后非居民人民币债券投资流入 30 多亿美元，以及境内企业海外上市及发债筹资及 QFII 项下资金净流入合计 35 亿美元等。

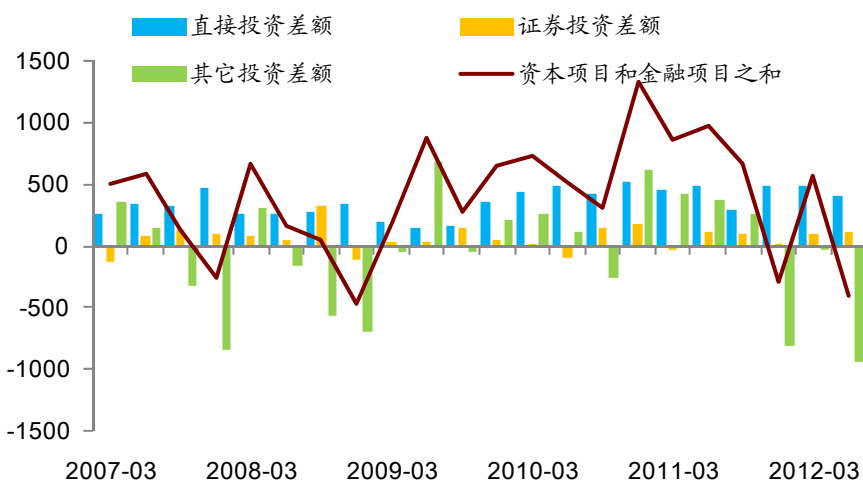
图 2: 2000 年以来外国来华直接投资情况



资料来源: 国家外汇管理局, 招商证券

真正导致资本和金融项目二季度出现逆差的主要是“其他投资”项逆差 944 亿美元。其他投资出现逆差的主要原因又是资产方出现的逆差, 高达 1214 亿美元, 这又作何解释呢? 其实很简单, 资产方逆差通俗来说就是我国借了外汇给外国。为何资产增加会统计为逆差呢, 很简单, 以货币和存款为例, 如要增加在境外的存款必须要首先将资金汇到境外金融机构, 因此会有相应的资金流出境外。

图 3: 2007 年以来资本和金融项下各子项目季度收支情况

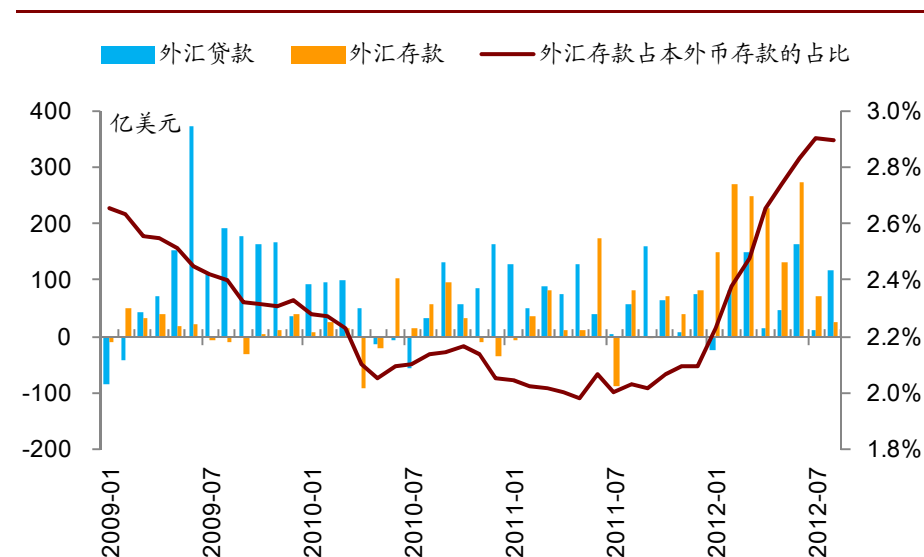


资料来源: 国家外汇管理局, 招商证券

下面我们来看具体是哪些经济主体, 通过哪些项目借钱给外国。其他投资的资产方主要有三个子项: 贸易信贷、贷款以及货币和存款。2012 年第二季度, 贸易信贷、贷款以及货币和存款三个项目因资产增加而分别流出资金 336 亿美元、251 亿美元和 639 亿美元。由此可见, 金融项目逆差的主要原因是, 进出口商因贸易而形成的应收款净增加 336 亿美元(贸易信贷), 中国的金融机构对非居民的贷款增加 251 亿美元(贷款资产), 中国的金融机构乃至企业和个人在境外银行的存款增加 639 亿美元(货币和存款)。境

外贷款和存款增加的一个很重要原因是，2012 年以来国内银行外汇存款增长迅速，上半年累计增加 1301 亿美元。而同时，国内外汇贷款仅增加 319 亿美元，远低于外汇存款增长，这意味着银行体系只能将吸收的大部分外汇存款转向对外贷款、投资和拆借，反映为银行境外资产增加。在经常项目实现顺差的情况下，如果不是家庭和企业增加持有外汇资产，就是央行增加持有外汇资产，后者的表现就是大家熟悉的外汇储备和外汇占款的增加。但，央行持有的外汇储备同样是要流出到境外持有资产，比如购买美国国债。藏汇于央行还是藏汇于民，表现形式不同而已，无需恐慌。

图 4：外币存贷款的变动



资料来源：WIND，央行，招商证券

三、十五年未有之变局？

最大的恐惧在于恐惧本身。如果不深入解读国际收支平衡表，就会被谣言和情绪误导。前瞻来看，我们认为所谓亚洲金融危机噩梦重现的观点实属杞人忧天，主要原因包括：

首先，二季度资本和金融项目出现逆差是藏汇于民和增持国外资产的结果，不同于资本外逃。典型的资本外逃，是国际资本从一个经济体恐慌性逃离，所谓从惊恐到崩溃，具有群体性狂热的非理性性质。但二季度资本和金融项目的逆差更多是由于国内企业和家庭主动增加外汇存款并存入国内金融体系，国内银行再存放境外金融机构。这只是资金在国内企业部门与银行部门之间的转移，相当于“藏汇于民”，不代表资本外流。这种情况在往年也出现过，比如 2007 年、2008 年和 2011 年的第四季度。

其次，衡量对外风险还要看总账簿。以上谈到，国际收支平衡表是流水账，记录流量。衡量对外风险暴露程度更重要看存量，就是我国的《国际投资头寸表》(IIP, International Investment Position)，表明我们的家底如何，是负债累累，还是无债一身轻。根据国家外汇管理局公布的中国国际投资头寸表，截至 2012 年 3 月末，我国对外金融资产 48920 亿美元，对外金融负债 31009 亿美元，对外金融净资产 17911 亿美元。极端点讲，就算所有的在华直接投资企业全部撤走，所有外国人在国内持有的股票和债券投资都抛售，所有借国外银行的贷款和贸易项下欠的借款都归还后，我们还有净资产 17911 亿美元。更何况，中国的对外负债主要是直接投资，其注重的是长期的合作和互利，波动性相对较低，集中撤离可能性小。

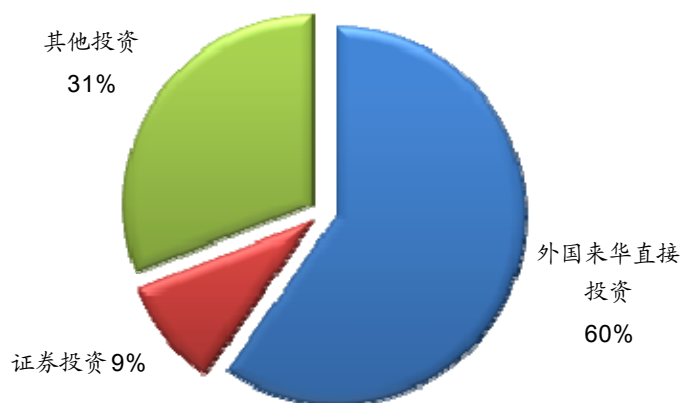
表 2：2012 年第一季度末中国国际投资头寸表（简化）（单位：亿美元）

项目	2012 年 3 月末
净头寸	17911
A. 资产	48920
1. 对外直接投资	3790
2. 证券投资	2703
3. 其他投资	8595
4. 储备资产	33831
B. 负债	31009
1. 外国来华直接投资	18525
2. 证券投资	2892
3. 其他投资	9592

资料来源：国家外汇管理局，招商证券

图 5：对外金融负债结构

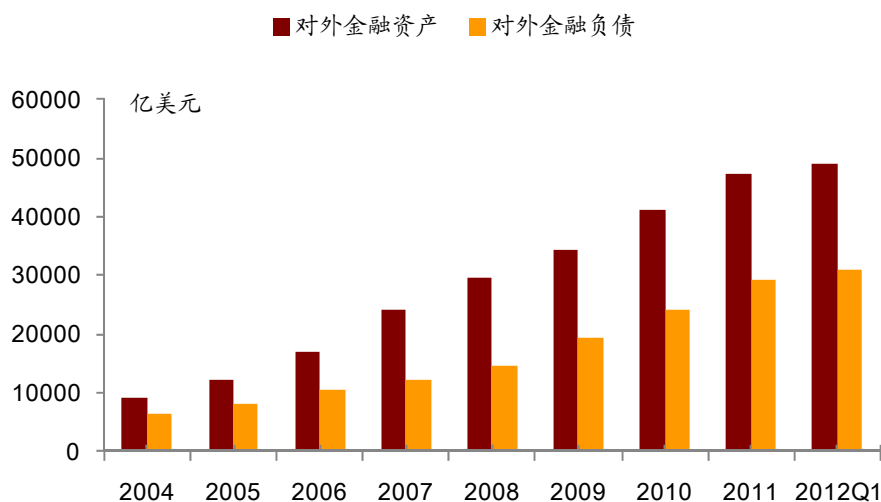
对外金融负债



资料来源：国家外汇管理局，招商证券

第三，我国抵御外部冲击的能力与 1998 年相比已不可同日而语。截止到 2012 年 6 月末，我国持有的外汇储备余额已达 32400 亿美元，是 1998 年 1449 亿美元外汇储备的 22 倍。以国际通行的标准看，目前我国的外汇储备可以支付 23 个月的进口额，就是说，既使我们完全不出口，也不借钱，仅仅依靠外汇储备可以支撑 23 个月进口量，其保障程度较 1998 年的仅能支付 10.6 个月明显上升。

图 6: 对外金融资产和负债净头寸图

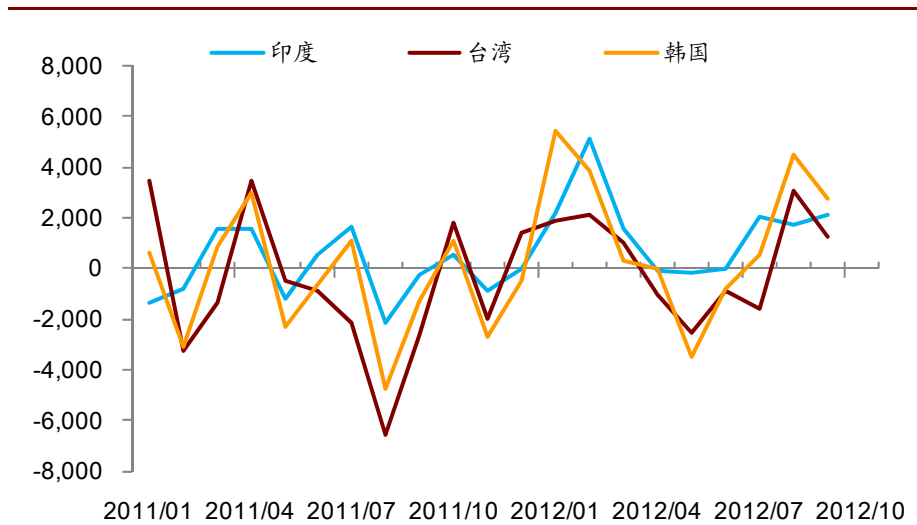


资料来源: 国家外汇管理局, 招商证券

第四, 我国贸易状况好于当时陷入亚洲金融危机的国家。贸易状况是衡量一国对外支付能力和长期偿债能力的重要指标, 特别是对于依赖资本流入弥补国内储蓄缺口的国家, 如果流入的资金不能有效提升国际竞争力和改善贸易状况, 将侵蚀偿债能力并最终导致债务性资本的撤离。实际上, 贸易赤字同时伴随短期资本流入的国家和地区, 通常发生货币危机甚至是金融危机的可能性大。1997 年亚洲金融危机中的泰国就面临这种状况。1990 年出现货币和金融危机的印度, 1994 年出现比索危机的墨西哥, 1998 年前后出现国际收支和债务危机的俄罗斯和巴西以及 2001 年出现货币危机的阿根廷, 均属此类。相对而言, 我国具有相对较高的储蓄率, 显著的贸易优势, 如改革开放与稳定的营商环境、完整的制造产业链等, 这使得我国保持经常项目顺差的能力在中期相对较为稳定。在这一方面, 中国的情况与持续保持经常项目顺差的德国以及 80 年代的日本可能更为接近。

第五, 欧美央行的货币政策将助推国际资本回流新兴经济体。欧美央行的货币政策取向和金融体系的稳定状况都会影响到新兴经济体的国际资本流动。我们将欧美央行的货币政策比喻为水泵, 从源头上决定释放还是回收流动性, 以及流动性的规模。将金融体系比喻为水渠, 决定了水泵泵出的水能否四通八达。从目前的情况看, 欧洲央行的直接货币交易(OMT)将于近期展开, 在稳定欧元区金融体系的同时泵出流动性。美联储在本次 9 月 12-13 日的议息会上宣布启动 QE3, 重点购买按揭抵押债券且采取开放式, 不设置规模上限。参考 QE2 的经验, QE3 将扩大美联储的资产负债表, 向全球新兴经济体释放出更多美元流动性, 导致这些国家出现明显的国际资本流入。9 月 19 日, 日本央行也步欧美同行的后尘, 推出进一步的量化宽松政策。寰球同此凉热, 预计 2012 年下半年中国资本和金融项目顺差规模将回升, 将继续保持国际收支双顺差的局面。

图 7：国际资本重返新兴经济体



资料来源：彭博，招商证券

参考报告:

1. 《2012 年 9 月外汇占款报告--资金流向海外≠热钱流出》2012/9/19
2. 《中国国际资本流动专题报告--我们为何不测算热钱》2012/9/18
3. 《2012 年 8 月金融货币数据点评 - 信贷投放节奏加快, 政策积极助稳增长》2012/9/12
4. 《2012 年 8 月外汇占款预测报告--外汇存款利率下调或带来蝴蝶效应》2012/9/4
5. 《2012 年 8 月宏观数据预测—淡季改善仍不明显》2012/8/28
6. 《2012 年 7 月外汇占款点评--新增外汇占款有向常态恢复的迹象》2012/8/16
7. 《2012 年 7 月金融货币数据点评--债券融资在企业融资中的重要性上升》2012/8/12
8. 《2012 年第二季度中国货币政策执行报告的点评 - 稳增长保就业的重要性将更为突出》2012/8/3
9. 《2012 年 7 月外汇占款预测点评--7 月外汇占款或持续低位》2012/8/2
10. 《2012 年 7 月宏观数据预测—经济见底信号渐渐清晰》2012/7/26
11. 《2012 年 6 月金融货币数据点评 - 货币政策积极前行》2012/7/13
12. 《2012 年 7 月降息点评--再度体现稳增长的政策决心》2012/7/6
13. 《2012 年 6 月外汇占款预测点评--外汇占款或低位回升》2012/7/4
14. 《2012 年 6 月宏观数据预测—总需求依然低迷、流动性持续改善》2012/6/28
15. 《2012 年 5 月外汇占款点评 - 外汇占款出现季节性回升》2012/6/21
16. 《2012 年 6 月降息点评--关注实体经济增长, 改善企业信贷需求》2012/6/7
17. 《2012 年 5 月外汇占款预测点评--5 月新增外汇占款不容乐观》2012/6/1
18. 《2012 年 5 月宏观数据预测——政策有时滞、需求仍偏弱》2012/5/31
19. 《2012 年 4 月外汇占款点评--国际资本流出危机再度深化? 》2012/5/16
20. 《2012 年 4 月金融货币数据及降准点评--政策预调微调将更加关注稳增长》2012/5/13

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。