

点评报告

预计11月新增外汇占款规模回升

2012年12月6日

2012年11月份外汇占款预测报告

主要预测

%	11	12E
GDP	9.2	7.8
CPI	5.4	2.7
PPI	6.3	-1.9
社会消费品零售	17.1	14.2
工业增加值	13.9	10.1
出口	20.3	8.1
进口	24.9	6.6
固定资产投资	23.8	20.4
M2	13.6	14.0
人民币贷款余额	15.8	14.4
1年期存款利率	3.50	3.00
1年期贷款利率	6.56	6.00
人民币汇率	6.30	6.24

最新数据 (10月)

工业	9.6
城镇投资	20.7
零售额	14.5
CPI	1.7
PPI	-2.8

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

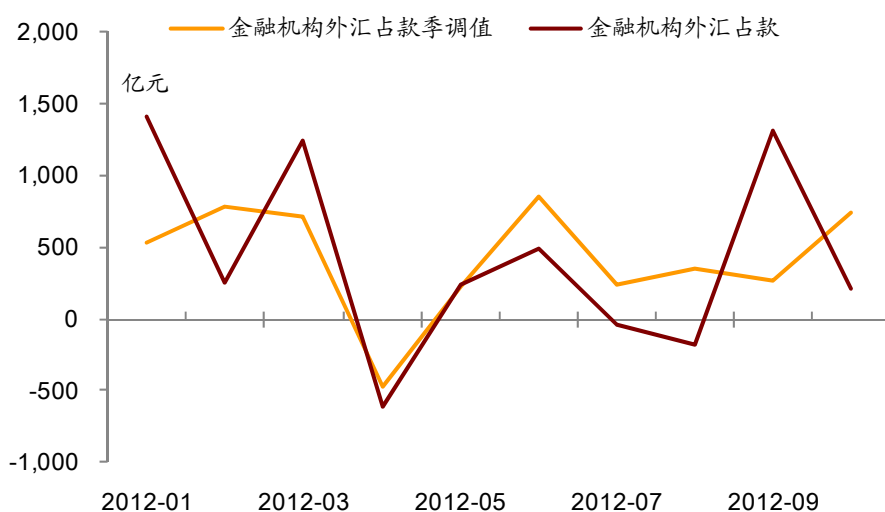
86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点:

- 1、10月新增外汇占款环比下降的三个主要原因: 一是, 有价无市, 央行较少干预外汇市场, 导致外汇市场交易量下降。二是, 季节因素, 银行自身结售汇行为导致金融机构新增外汇占款往往在9月等季末偏高。三是, 同业代付新规导致付汇率上升, 货物贸易顺差并未带来贸易项下外汇净收入。
- 2、央行不干预导致的人民币汇率频繁涨停现象, 对招商外汇供求强弱指标的预测能力影响体现在价和量两个方面。
- 3、我们预计11月新增金融机构外汇占款在500至1500亿元之间。判断依据主要有三个。首先, 11月季节性因素减弱, 外汇占款恢复正常性增长。其次, 同业代付新规的影响主要体现在8月至10月, 此后影响会减弱。第三, 从新兴市场来看, 11月的国际资金流入情况要好于10月。

我们认为美国财政悬崖影响有限, 国际资金维持流入趋势直至2013年1月, 同时, 支撑人民币汇率在此期间保持强势格局。目前外汇市场的僵局令央行陷入尴尬境地, 我们认为央行不得不重新在某些时点介入对外汇市场的干预。

图: 金融机构外汇占款季调值10月明显高于9月



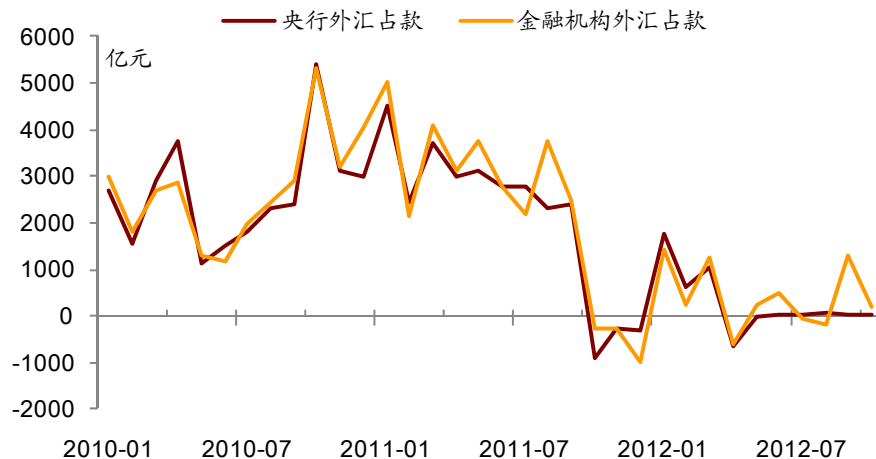
资料来源: WIND, 招商证券

一、10月新增外汇占款环比下降的三个主要原因

1、有价无市

今年汇改以来，发生的重要变化之一是央行在外汇市场的参与程度显著降低，目的是提高货币政策的独立性。此前多年的数据显示，央行基本吸收了商业银行外汇占款的全部增量，金融机构外汇占款与央行外汇占款同向波动。今年汇改以来，金融机构外汇占款却完全独立于央行外汇占款的变动。10月央行外汇占款仅增加10.8亿元，5月至9月央行外汇占款共增加123亿元，月均不足25亿元；相比金融机构外汇占款而言，5月至10月规模净增2036亿元，月均339亿元。金融机构包括商业银行和央行。由于后者的波动较小，目前金融机构外汇占款的波动实际上仅反映了商业银行外汇资产的变动情况。

图 1：汇改后，央行外汇占款独立于金融机构外汇占款的波动



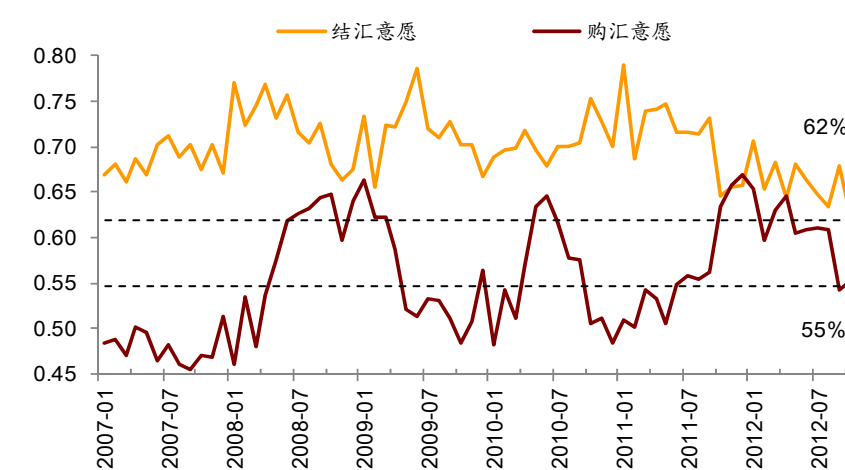
资料来源：WIND，招商证券

央行较少干预外汇市场，导致外汇市场有价无市。我们在此前的报告中曾讨论过这点。央行希望外汇市场自身可以化解流动性陷阱，但是市场行为容易形成商业银行一致预期。在该预期下，商业银行没有动力从外汇市场购入美元，而是协同买美元，这不仅造成了人民币汇率的不断涨停，也导致了外汇市场的成交规模严重萎缩与市场无效。第三季度货币政策执行报告显示，外汇即期市场成交活跃，人民币兑美元的日均交易量为880亿元；从10月以来，人民币汇率经常封死在涨停板，导致交易长时间暂停，必然导致日均交易量规模严重下降。另一个较为明显例证就是，虽然人民币汇率10月屡创新高，而实际的结汇率却非常低，是自2007年以来的最低值。从10月美元兑人民币外汇市场的表现来看，10月25日首次触及单日涨幅上限1%，30日和31日再度触及单日涨幅上限值，其中多日不断刷新人民币汇率的历史新高，10月以来累计升值近1%，形成人民币强势格局，升值预期走强。9月人民币汇率也持续升值，但是结汇意愿较高为68%，而10月仅有62%。结汇率低，意味着企业和居民更愿意持有美元，而不愿意持有人民币，这在人民币贬值预期强烈的时候容易出现，在目前人民币处于升值期间出现则较为反常。11月部分商业银行的美元头寸已经接近外管局规定的结售汇头寸的上限，为了抑制客户的结汇意愿，多数银行已经将美元买入价下调至低位，也就是说客

户现在把美元卖给银行只能换得更少的人民币。

我们简单计算一下，10月由于商业银行不愿意购买美元而导致企业实际结汇下降的规模为77亿美元，合计人民币481亿元。从货物贸易角度来看，10月企业从出口收到外汇、再把获得的外汇收入兑换成人民币的比率为62%，今年前9个月结汇率均值为67%，考虑涉外收入1543亿美元，导致结汇减少77亿美元（ $1543 \times 5\%$ ）。

图2：人民币汇率屡创新高，结汇意愿却出人意料创近五年新低

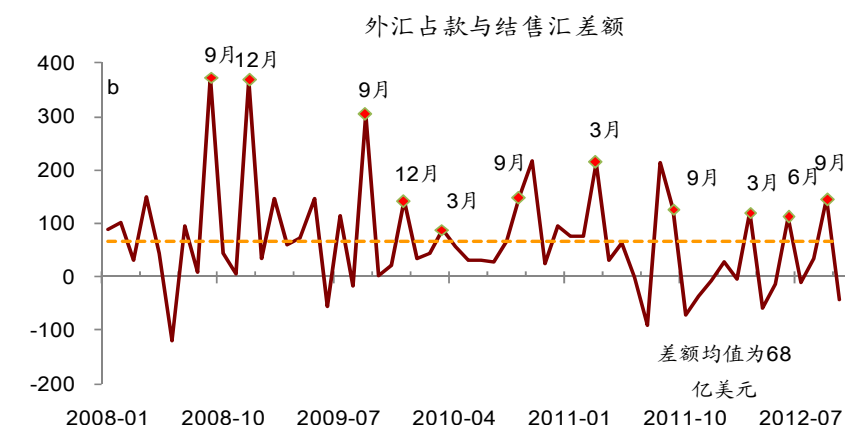


资料来源：WIND，招商证券

2、金融机构外汇占款存在季节性波动

我们认为银行自身行为有可能导致金融机构外汇占款存在季节性特征，导致季末9月外汇占款多增，而10月增加较少。商业银行和央行的结售汇行为形成了金融机构的外汇占款。商业银行结售汇包括三个方面，分别是银行自身结售汇、银行代客结售汇和远期结售汇交易。商业银行自身结售汇数据并未公布，我们熟知的是商业银行代客结售汇和远期结售汇数据。远期结售汇是为了对冲远期的外汇需求形成的风险敞口，该敞口不一定要在当月对冲，银行一般会在合约到期前通过银行间外汇市场来结汇或购汇。2011年6月，外汇局发布《关于完善银行自身结售汇业务管理有关问题的通知》规定：银行当年外汇利润可以在本年每季度后按照财务核算结果自行办理结汇。我们用金融机构外汇占款减去银行代客结售汇，基本上反映了银行自身结售汇行为。从过去的数据来看，存在明显的季节性，季末银行自身结售汇规模一般较高。

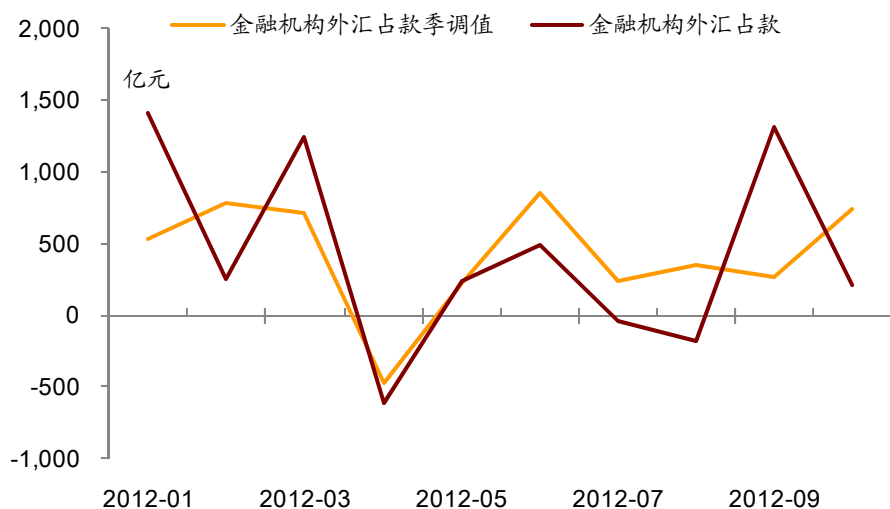
图3：金融机构外汇占款存在季节性特征



资料来源：招商证券

我们使用软件工具 EViews 的 Census X12 程序对金融机构外汇占款进行季节性处理，10 月的季调值要明显高于 9 月。

图 4：金融机构外汇占款季调值 10 月明显高于 9 月



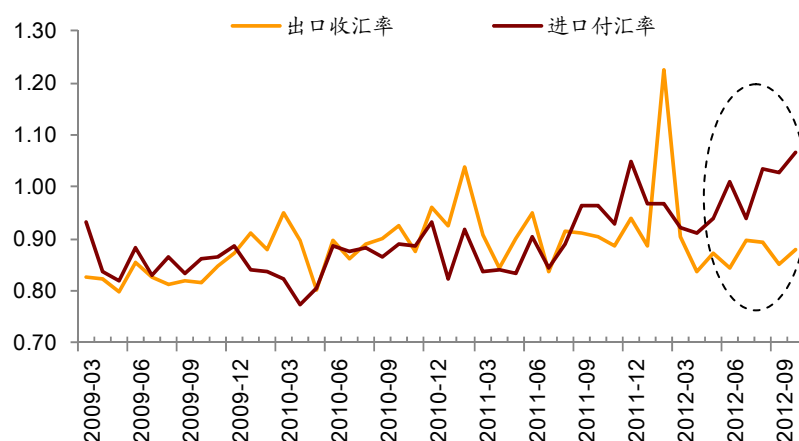
资料来源：WIND，招商证券

3、同业代付新规导致付汇率上升

货物贸易顺差并未带来贸易项下外汇净收入。10 月贸易顺差创近三年新高为 320 亿美元，而银行代客涉外收付款数据却是逆差 53 亿美元。贸易顺差即国内货物出口大于进口，一般意味着，我们从国外进口商收到的外汇收入会大于对国外出口商的外汇支出，但是 10 月的数据却恰恰相反，涉外支出显著高于季节性。我们认为银监会 8 月 20 日公布的同业代付业务新规是导致这一现象出现的主要原因。在《2012 年 9 月外汇占款预测报告--同业代付新规影响新增外汇占款》曾分析海外代付业务影响新增外汇占款的渠道，以及海外代付业务的存量规模。

印证我们在 10 月外汇占款点评的判断，受同业代付业务纳入银行表内的影响，企业需要加快用外汇偿还此前海外负债的速度，在既定的进口规模下，10 月企业需要对外支付的外汇规模增加 201 亿美元，从而增加了购汇需求 111 亿美元，人民币 690 亿元，导致 10 月涉外收付款逆差和外汇占款下降。10 月企业的进口付汇率创历史新高为 107%，2008 年至 2011 年的同期均值为 93%，表明贸易项下的银行代客涉外支出占进口金额的比重上升了 14%（107% - 93%）。当月进口金额为 1436 亿美元，估算涉外支出多增 201 亿美元；考虑到企业需要缴付的涉外支出中需要到商业银行购买美元的占比为 55%，进一步估算可以得到 10 月贸易项下的银行代客购汇规模上升 111 亿美元（即涉外支出增额 201 亿美元 × 购汇意愿 55%）。我们在看一下 8 月和 9 月的情况。这两个月进口付汇率大幅提高至 103%，相比今年 1 至 7 月的平均数据 95%而言（如果考虑季节性水平，2008 年至 2011 年同期均值分别为 88%和 90%，8、9 月涉外支出分别多增 121、127 亿美元，考虑到购汇意愿，贸易项下的银行代客购汇规模分别多增 74 和 69 亿美元，折合人民币 896 亿元。

图 5：企业加快用外汇偿还此前海外负债的速度

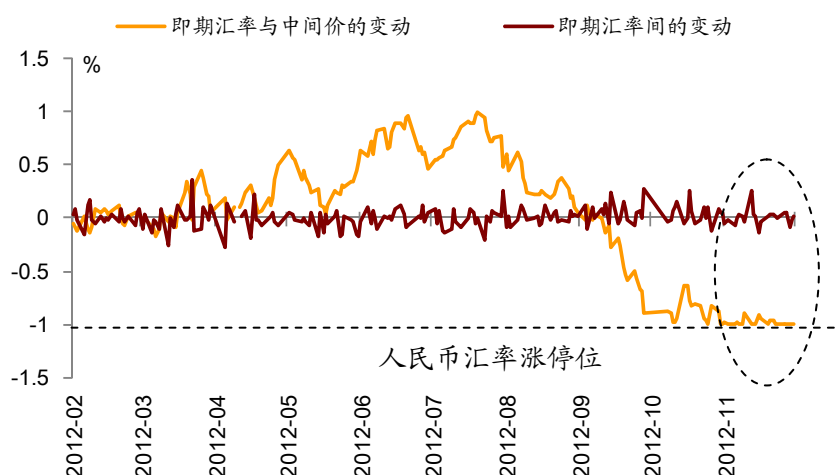


资料来源：WIND，招商证券

二、 有价无市影响招商外汇供求强弱指标的预测力

央行不干预导致的人民币汇率频繁涨停现象，对招商外汇供求强弱指标的预测能力影响体现在价和量两个方面。该指标的工作原理是：在实行有管理的浮动汇率机制下，人民币兑各币种的汇率可以较为真实的反映市场对外汇的供需关系，也是国际资本流动的晴雨表，是判断外汇占款变动的重要参考因素。当外汇供给大于需求的时候，体现为外币贬值、人民币升值；反之亦然。其中，基于即期汇率的招商外汇供求强弱指标参照前一日外汇市场的收盘价为基准。当人民币“涨停”时，即期汇率偏离中间价的幅度达到 1%，如果央行指导的中间价走低，即使当日即期汇率价格强势，当日的即期汇率价格依然相对与昨日贬值，当日对基于即期汇率的外汇供求强弱指标贡献度为负。但这与人民币强势的情况并不符合，这是“价”的方面。招商外汇供求强弱指标的另一个重要假设在于，每日的成交规模在月内呈平均分布。因此“量”的影响在于，在央行较少干预外汇市场、以及商业银行一致市场预期下，商业银行购汇意愿淡薄，人民币汇率一旦触及“涨停位”，外汇市场交易状态长时间陷入停滞，一旦脱离涨停位成交规模急剧放大，导致月内外汇成交规模分布不均。

图 6：11 月人民币汇率陷入“涨停”泥潭



资料来源：招商证券

三、预计 11 月新增外汇占款规模回升

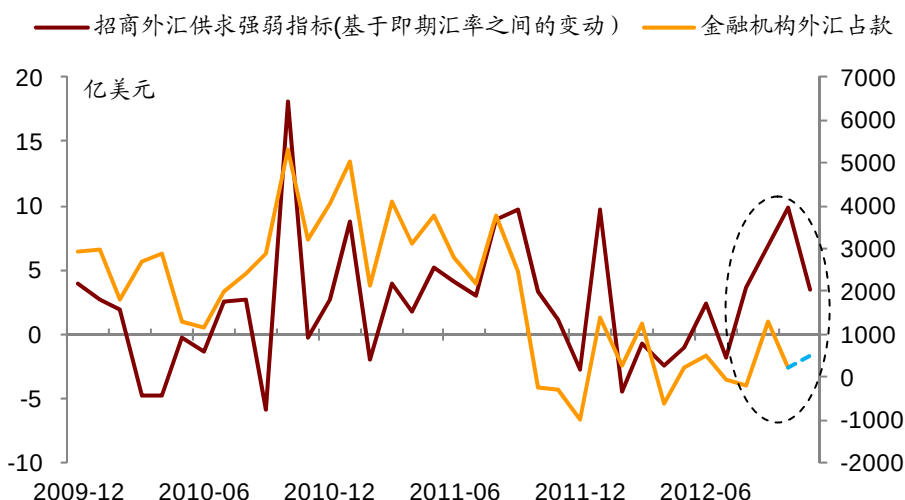
我们预计 11 月新增金融机构外汇占款在 500 至 1500 亿之间。判断的依据主要有三个方面。

11 月季节性因素减弱，外汇占款恢复正常性增长。我们在报告的第一部分仔细分析过 10 月金融机构外汇占款的低速增长存在季节性原因。第四季度贸易顺差季节性大幅增加，实际结汇需求支撑外汇占款的增长。

同业代付新规的影响主要体现在 8 月至 10 月，此后影响会减弱。由于 90 天以内的海外代付业务不占用代付申请行的短期外债额度，因此，大部分海外代付业务期限在三个月之内，一般不超过半年。在海外代付受到更为严格的监管之后，商业银行主动采用银行表外贸易融资的动力正在减小，已经处于到期支付、存量消化的阶段，三季度已经减少 400 多亿美元，此后的影响会逐渐减小。

从新兴市场来看，国际资金流入情况要好于 10 月。香港利差的增速虽已放缓，仍维持在历史高位；港元汇率也持续偏强，在 11 月最后一周再度多次触及强方兑换保证 7.75 的位置，香港金管局注资 89 亿港元释放港元流动性。印度连续第六个月出现国际资金净流入；台湾在 11 月也出现国际资金流入，特别是下旬资金流入规模明显增多，逆转了 10 月资金流出的情况；韩国较 10 月有所好转，不过连续第二个月净流出。

图 7：预计 11 月新增外汇占款在 500 至 1500 亿之间



资料来源：招商证券

四、央行可能被迫在某些时点恢复干预外汇市场

我们认为美国财政悬崖影响有限，国际资金维持流入趋势直至 2013 年 1 月，同时，支撑人民币汇率在此期间保持强势格局。虽然共和党上周拒绝了奥巴马首个财政悬崖解决方案，但是美国财政悬崖问题的解决符合两党利益、经济增长与促进就业的大局，谈判过程，可能出现曲折，不过终究会达成一致，因此，投资者的避险情绪不会因财政悬崖谈判失败而显著上升，导致资金回流美国。我们认为政治并不是从 7 月底以来人民币升值的主要原因，具体请见报告《中国国际资本流动专题报告之四-政治因素不是当前人民币升值的主因》。而是欧美宽松货币政策的背景下，欧元区金融体系修复和全球

风险因素的下降。另一方面，贸易顺差四季度季节性走高，贸易层面的实际需求有利于推动国际资金流入。资本流动与人民币汇率存在反馈关系，并不是单方面的传导。

我们认为目前外汇市场无效令央行陷入尴尬境地，未来央行不得不重新在某些时点介入对外汇市场的干预。央行寄希望于商业银行通过市场行为，可以相互满足外汇市场交易对手的需求，然而 11 月外汇市场的表现证明市场其实是无效的。那么央行如果要“破局”的话，要么仍然不参与市场，培养某个国有大行承担起其过去的角色，即无限制提供市场外汇流动性或人民币流动性；要么央行自己在某些时点干预外汇市场。我们认为后者的可能性较大，选择前者则存在缺陷。商业银行本身有外汇头寸的限制。其二，即使央行提高该上限，由于储户可以把兑换得到的人民币转帐至他行，该商业银行也可能面临着人民币流动性的缺口，央行可以印钞票来轻松解决，商业银行则没有该项职能。其三，商业银行是自负盈亏的部门，如果某个商业银行承担起央行提供市场流动性的职责，也就意味着不能以盈利为目标来进行业务操作，央行可能需要对此进行补偿。

参考报告:

1. 《2012 年 9 月外汇占款点评报告--9 月新增外汇占款如期回升》 2012/10/23
2. 《中国国际资本流动专题报告之三-什么样的货币会升值》 2012/10/16
3. 《2012 年 9 月金融货币数据点评--企业活力回升再现积极信号》 2012/10/15
4. 《2012 年 9 月外汇占款预测报告--同业代付新规影响新增外汇占款》 2012/10/9
5. 《中国国际资本流动专题报告之二--十五年未有之变局》 2012/9/21
6. 《2012 年 9 月外汇占款报告--资金流向海外≠热钱流出》 2012/9/19
7. 《中国国际资本流动专题报告之一--我们为何不测算热钱》 2012/9/18
8. 《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
9. 《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
10. 《2012 年 8 月宏观数据预测—淡季改善仍不明显》 2012/8/28
11. 《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
12. 《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
13. 《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
14. 《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
15. 《2012 年 7 月宏观数据预测—经济见底信号渐渐清晰》 2012/7/26
16. 《2012 年 6 月金融货币数据点评 - 货币政策积极前行》 2012/7/13
17. 《2012 年 7 月降息点评--再度体现稳增长的政策决心》 2012/7/6
18. 《2012 年 6 月外汇占款预测点评--外汇占款或低位回升》 2012/7/4
19. 《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
20. 《2012 年 5 月外汇占款点评 - 外汇占款出现季节性回升》 2012/6/21

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。