

热钱外流判断得到初步验证

研究结论

- 10 月份外汇占款下降初步验证热钱外流猜测。央行今日公布的 10 月份外汇占款数据显示,当月外汇占款环比下降 249 亿元。这一水平显著低于今年月均 3258 亿元的水平,而且是 2002 年以来第二次外汇占款环比负增长的月份。此前仅仅在 2007 年 12 月份出现过一次外汇占款的环比负增长。11 月 17 日,我们曾发布《若存款断流成为趋势会如何?》一文,分析了特别是今年 3 季度以来存款显著少增的现象,我们判断背后的重要原因可能是热钱出现外流迹象。10 月份外汇占款的数据初步验证了我们此前的判断。简单测算可得到 10 月份热钱流出规模为 1500 亿元左右。
- 其他两个零星的现象同样值得关注。(1)人民币 NDF 近期出现了贬值预期。如,温家宝在会见奥巴马时就表示:9 月下旬至 11 月初,海外无本金交割远期外汇市场出现人民币汇率的贬值预期。(2)香港的人民币存款自 2010 年下半年以来就有了非常迅速的增长。今年前 3 季度,在港人民币存款规模从年初的 3149.38 亿元迅速增长至 3 季度末的 6222.36 亿元,规模近乎翻倍。
- 预期热钱流出的现象可能是中期趋势性的,而非短期现象。一方面是国内高净值人群近年来移民和向海外转移资产的趋势相当明显,且在近年来有加速迹象;另一方面,面对国内房地产调控超预期以及人民币升值空间日渐收窄,近 10 年来持续流入国内的热钱停止流入甚至外流的可能性相当之大。也就是说,持续 10 年以至于目前 A 股的宏观策略都已经作为隐性前提假设的热钱持续流入趋势,有可能需要做出重大修正。
- 预计热钱外流将可能倒逼存贷比和存准率。(1)75%的存贷比监管红线已然难以维持。即使未来热钱不再流入,银行的增量存贷比也会超过 75%;若热钱开始流出,增量存贷比会进一步显著恶化。3 季度的增量存贷比超过 200%。(2)银行将不得不从资金业务抽取流动性来补贴存贷业务。当增量存贷比上升到 80%以上后,由于还需要缴纳 20%以上的法定存款准备金,因此存款的现金流已经无法满足信贷的投放,而必须从资金业务上抽取现金流来支持。形成对比的是,在 65%的存贷比以及 15%的法定存款准备金率下,过去银行每 100 块钱存款可以形成 20 块钱沉淀用于资金业务投资。(3)降准备金、补充银行体系流动性的需要将日益迫切。虽然由于 11-12 月份会有巨大规模的财政存款释放,能在一定程度上补充银行体系的流动性,但这毕竟只属于短期因素。中期来看,热钱外流会造成流动性流失和货币紧缩的压力,这就需要准备金下调等货币放松的措施来对冲。毕竟,在存款少增的背景下,“紧货币、松信贷”的结构是较难维持的。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209120209

联系人

姚栋

8621-63325888 × 7541

yaodong@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

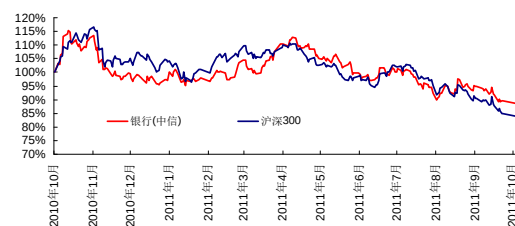
行业

银行

报告发布日期

2011 年 11 月 22 日

行业表现



资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
华夏银行	1.20	1.16	1.37	1.57	增持
浦发银行	1.34	1.43	1.71	2.02	买入
民生银行	0.66	0.90	0.96	1.15	买入
农业银行	0.29	0.40	0.50	0.60	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

下一阶段资金博弈之天王山	2011-9-11
长期大底附近配置银行 谋求优异	2011-8-25
风险收益比	
银行牌照白送要不要?	2011-8-9

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

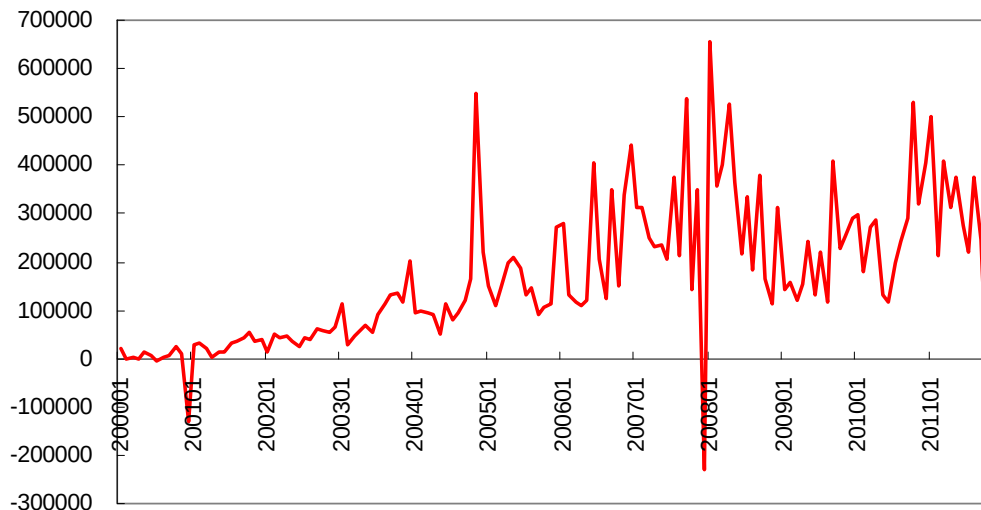
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1、10 月份外汇占款下降初步验证热钱外流猜测

央行今日公布的 10 月份外汇占款数据显示，当月外汇占款环比下降 249 亿元。这一水平显著低于今年月均 3258 亿元的水平，而且是 2002 年以来第二次外汇占款环比负增长的月份。此前仅仅在 2007 年 12 月份出现过一次外汇占款的环比负增长。

图 1：2002 年以来出现第二次外汇占款环比负增长



资料来源：CEIC，东方证券研究所

11 月 17 日，我们曾发布《若存款断流成为趋势会如何？》一文，分析了特别是今年 3 季度以来存款显著少增的现象，我们判断背后的重要原因可能是热钱出现了外流迹象。10 月份外汇占款的数据初步验证了我们此前的判断。我们可以简单测算得到 10 月份热钱流出的规模为 1500 亿元人民币：10 月份贸易顺差为 170.3 亿美元，实际利用外资 83.34 亿美元，再考虑到 2010 年我国对外直接投资为 590 亿美元，那么 10 月份经常和资本应有 1240 亿元左右的现金流入。而实际-249 亿元的外汇占款环比增量，意味着 10 月份热钱流出规模约为 1500 亿元。

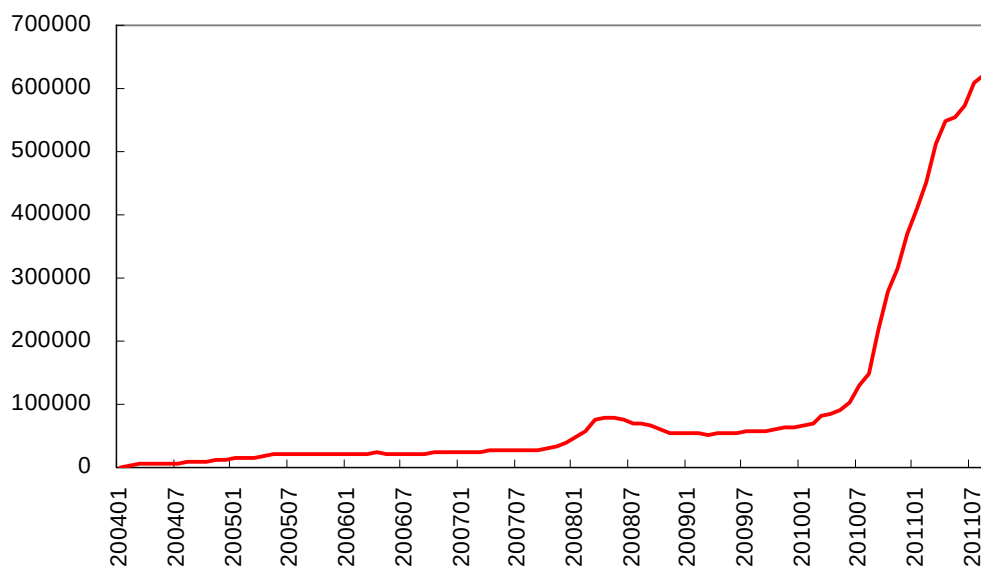
2、其他两个零星的现象同样值得关注

除了外汇占款罕见的环比负增长现象之外，人民币 NDF 价格出现贬值预期，以及香港人民币存款规模增长非常迅猛，也同样值得引起关注。

人民币 NDF 方面，近期出现了贬值预期。如，温家宝在会见奥巴马时就表示：9 月下旬至 11 月初，海外无本金交割远期外汇市场出现人民币汇率的贬值预期。这种情况不是人为决定的，是市场对人民币汇率的反映。

另一方面，我们看到香港的人民币存款，自 2010 年下半年以来就有了非常迅速的增长。今年前 3 季度，在港人民币存款规模从年初的 3149.38 亿元迅速增长至 3 季度末的 6222.36 亿元，规模近乎翻番。

图 2：香港人民币存款规模在今年 3 个季度内翻番



资料来源：香港金管局，东方证券研究所

3、热钱外流将倒逼存贷比和存准率

我们认为，热钱流出的现象可能是中期趋势性的，而非短期现象。一方面是国内高净值人群近年来移民和向海外转移资产的趋势相当明显，且在近年来有加速迹象；另一方面，面对国内房地产调控超预期以及人民币升值空间日渐收窄，近 10 年来持续流入国内的热钱停止流入甚至外流的可能性相当之大。也就是说，持续 10 年以至于目前 A 股的宏观策略都已经作为隐性前提假设的热钱持续流入趋势，已可能需要做出重大修正。

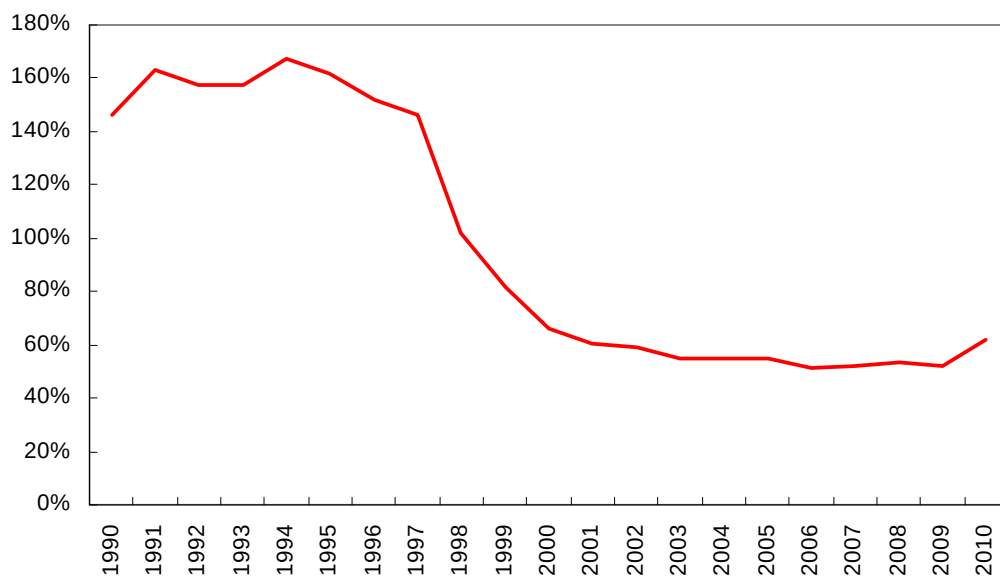
若热钱流入趋势不再延续甚至逆转，可能会有哪些影响？在上一份报告中我们已经指出：

(1) 75% 的存贷比监管红线已然难以维持。2000 年以来，中国银行业的存贷比能够维持在 75% 以下，主要受益于外汇占款项下的持续货币投放。从 2000 年以来的经验来看，平均每个月一般性存款增加 4529 亿元，其中 3107 来自于贷款投放派生，1696 元来自于外汇占款项下的货币投放，另外其他项目是平均每个月 275 亿的境内存款流失。由此计算，平均每个月的增量存贷比为 $3107/4529=68.6\%$ ，因此可以满足 75% 的存贷比监管要求。

但如果热钱外流，银行增量存贷比就会明显超过 75%。假设银行一个月投放 5000 亿信贷，考虑到目前贸易顺差一个月约 1000 亿等值人民币，并假设资本外流仅造成资本项目平衡，因此外汇占款项下的货币投放为一个月 1000 亿等值人民币，则：(1) 若不考虑“其他”项目（该项目源于我们上份报告，即采用每月存款增量扣除当月贷款投放、财政存款释放以及当月外汇占款增加）的资金流出，增量存贷比将是 $5000/(5000+1000)=83.3\%>75\%$ 。(2) 若“其他”项目下资金流出为每个月 500 亿，增量存贷比将恶化至 $5000/(5000+1000-500)=90.9\%$ 。(3) 进一步做极端假设，若热钱外流导致外汇占款项下货币投放降至 500 亿，而“其他”项目下资金流出为每个月 2000 亿，那么增量存贷比将进一步恶化到 111%。

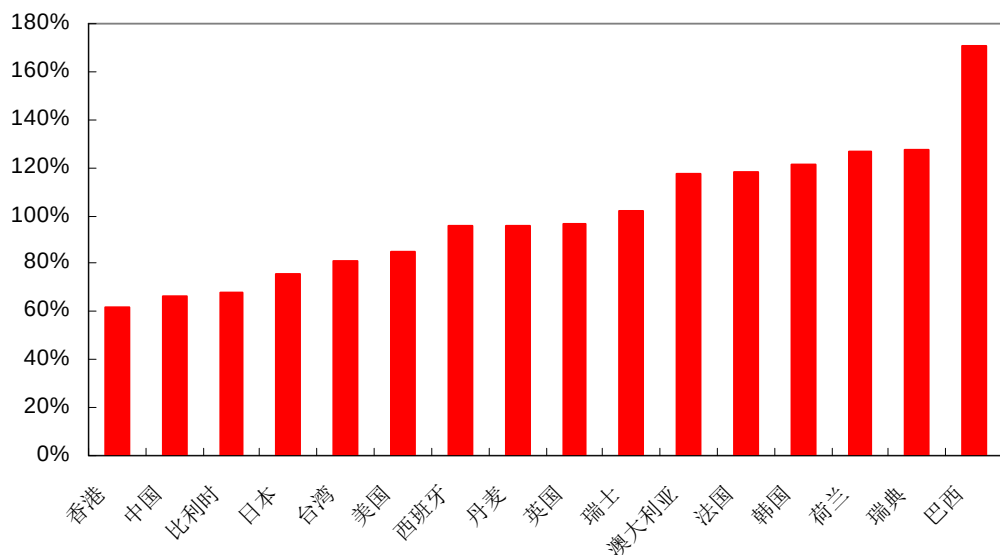
从国际比较来看，其实国际资金进出确实会对一个国家的银行体系存贷比造成影响。例如，香港在1990年存贷比高达146%，但随着回归后资金的回流，存贷比目前稳定在62%。但香港体量毕竟偏小。从国际经验来看，除了中国之外，主要国家银行体系的存贷比都在100%上下，仅日本和几个地区或小国明显偏低。换言之，一个大国经济体，很难通过持续吸收流动性而维持低存贷比。

图3：香港的存贷比波动非常大



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图4：在大国中，中国的存贷比是最低的



资料来源：CEIC，东方证券研究所

(2) 银行将不得不从资金业务抽取流动性来补贴存贷业务。当增量存贷比上升到 80% 以上后，由于还需要缴纳 20% 以上的法定存款准备金，因此存款的现金流已经无法满足信贷的投放，而必须从资金业务上抽取现金流来支持。形成对比的是，在 65% 的存贷比以及 15% 的法定存款准备金率下，过去银行每 100 块钱存款可以形成 20 块钱沉淀用于资金业务投资。

(3) 降准备金、补充银行体系流动性的需要将日益迫切。

虽然由于 11-12 月份会有巨大规模的财政存款释放，能在一定程度上补充银行体系的流动性，但这毕竟只属于短期因素。中期来看，热钱外流会造成流动性流失和货币紧缩的压力，这就需要准备金下调等货币放松的措施来对冲。毕竟，在存款少增的背景下，“紧货币、松信贷”的结构是较难维持的。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn