



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

张戡 PhD

证券投资咨询业务证书编号: S1300209060306
(8610) 6622 9075
Jian.zhang@bocigroup.com

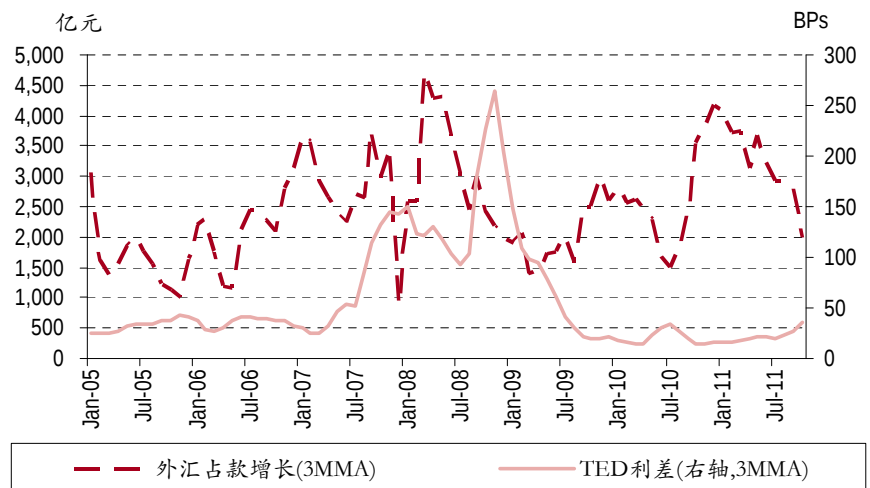
赵扬

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070002
(8610) 2032 8310
Yang.zhao@bocigroup.com

资本外流、降准预期与 A 股市场的短期波动

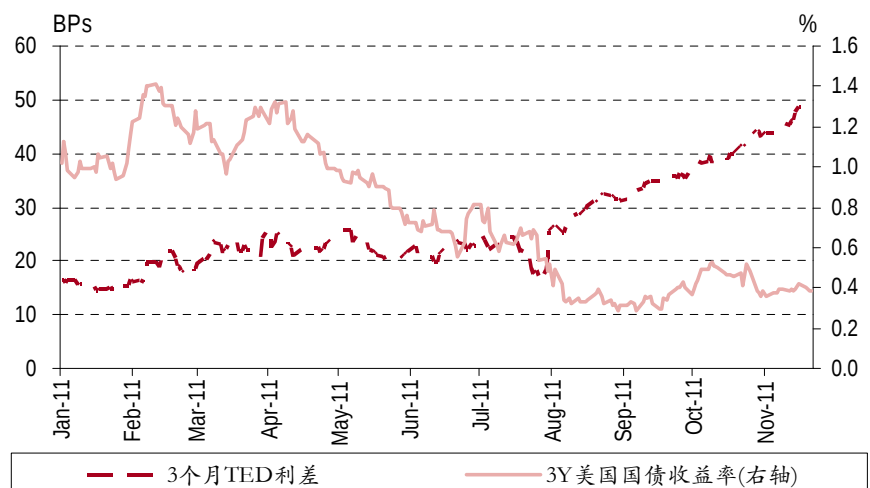
10 月份,我国外汇占款余额出现下降,新增占款自 2007 年 12 月份以来首次为负。在贸易和直接投资项目均维持顺差的背景下,国际资本出逃明显。按照新增外汇储备扣除顺差和 FDI 的口径计算,在今年 9 月份资金就已经出现了明显的净流出。资本流出可能与全球资本的风险偏好下降有直接的关系。2005 年以来全球资金避险需求出现过 4 次大幅上升,每次都推动了美元的上涨和国内的资本流出。最近两次全球资本回流美元分别发生在 2010 年 2 季度和今年 8 月以后,均与欧洲债务问题的发展直接相关。从近期的发展态势看,欧债问题未有缓解迹象,3 个月 TED 利差继续上行。未来几个月外汇占款的情况可能仍难以乐观。

图表 1.2005 年以来的外汇占款变动和全球风险偏好



资料来源: 公司数据

图表 2.11 月以来 TED 利差仍延续上行



资料来源: 公司数据

资本流出降低了国内基础货币的供给能力，因而提高了短期内准备金政策调整的可能性。但是面临外部冲击和国内季节性资金需求变动的影响，准备金政策的变动具有很强的适应性特征。因此从政策的效果上看并不能因此做出流动性环境会因准备金下调而大幅改善的结论。而且因为在操作上属于对冲流动性下滑的性质，准备金政策即使出现调整，其持续性仍值得怀疑。

短期内，准备金政策俨然已成为资本外流和国内资本市场波动两个因素之间的中间变量。因为有了这个变量，资本外流与市场涨跌的简单逻辑关系似乎变得复杂。资本外流推导出准备金下调合情合理，准备金下调推动市场上涨也已成为人心所向。但如果从源头看结果，资本外流导致资本市场上涨的结论显然有悖于我们的认知底线。关键的问题可能在于可能发生的准备金下调的性质。如果下调准备金的政策启动意味着完全逆转过去两年中 12 次上调准备金率的操作，则资本市场可能重燃资产价格膨胀的预期，并以此复制 2008 年底的基本走势。但我们更加倾向于认为政策的变动可能只是一种适应性的调整。因此即使准备金出现下调，我们对 A 股市场较为谨慎的方向性判断并不会因此改变。

当然，下调准备金具有很强的政策指代性，而且一旦进行方向性选择一般不会轻易改变。因此如果从政策变动本身而非结果来看，下调准备金会给资本市场带来一定的情绪推动。类似的反弹在今年 6 月和 10 月已经有所表现。如果准备金率真的发生全面下调，我们认为反弹的时间和空间难以超过过去两轮反弹，而 A 股市场的重心可能仍在不断下移的过程之中。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371