

宏观经济周报

强势美元归来兮？

发展研究中心宏观研究小组（余晓宜，崔永）

电话：020-87555888-648

电话：010-68058790

eMail: yxy2@gf.com.cn

eMail: cy30@gf.com.cn

本期要点：

- ◆ **最新 PMI 数据表明，工业增加值环比增速等“量”的经济指标有见底迹象，而美日新推出的经济刺激计划也有可能提前中国出口见低的时间。**8月份，中国 PMI 比上月提高 0.5 个百分点，汇丰 PMI 产出更是提高了 2.7 个百分点，这预示这 VAI 环比增速有可能在 8 月份见底。此外，美日两国已经或即将推出的新经济刺激计划，这虽然不会改变贸易顺差缩减的趋势以及资本近期外流的风险，但是有望将市场预期的出口见低时间提前，并在短期之内提振国内投资者的信心和热情。考虑到下半年节假日较多，消费会有较好表现，而投资则可能受到保障性住房突击建设等因素影响被再次拉动，不过，目前来看，这些因素还不能够影响到 GDP 环比要到四季度才会见低以及 GDP 同比增速更是要到明年一、二季度才会见低的总的判断，也不能够改变滞胀无牛市的总体趋势。
- ◆ **目前来看，物价上涨的态势也已经得到初步遏制，在美日试图遏制通缩风险的情况之下，中国的通胀风险并不具有系统性和趋势性。**8月份，PMI 购进价格指数经过之前三个月持续回落之后大幅回升到 60.5%，比上月上升 10.1 个百分点，这反映了当前较大的物价上涨压力。不过，从周度数据来看，物价的这种上涨压力近期已经有所缓解。8月31日当周，商务部生产资料价格已经结束了连续 6 周的上涨态势，而且农产品价格环比涨幅也明显大幅降低。其中，食用农产品市场价格环比上涨 0.2%，涨幅比前期 1% 左右的涨幅大幅回落；尤其是生产资料市场价格环比下降 0.1%，结束了连续六周的上涨态势。考虑到本轮股市的反弹主要是受到“价”的驱动，一旦物价上涨趋势发生逆转，必须依靠“量”或者“流动性”的推动，股市才能够继续前行。
- ◆ **尽管有充分理由长期看好美元资产，但展望未来两个季度，美元指数突破 90 这一近期高点 and 历史均值的难度较大，回调在所难免，因此当前短期资本外流或有转机。**随着中国楼市和股市的降温，短期资本已经连续 3 个月净流出，而且种种迹象表明这种外流还将持续，主要表现在外汇存连续两个月为正以及人民币升值预期有弱化趋势。不过，考虑到美元在短期之内存在进一步回调的压力，在人民币脱钩美元的情况之下，阶段性趋弱的美元将有效阻止国内资本的进一步外流。美元短期回调的个中原因主要有：**一是**高企的失业率使得奥巴马政府所宣誓的“强势美元政策”还不能在目前的经济形势下得到贯彻；**二是**严峻的财政收支形势也不支持美元的短暂反弹持续下去，只有财政收支明显改善之后，市场对美元的信心才能够真正得到恢复，避险需求不足以支撑美元突破 90 的历史均值水平；**三是**美元如果在美国失业率数据和财政收支数据好转之前反弹到 90 以上，中国等紧盯美元或者软盯美元国家会迎来进一步推进汇改的绝好机会，这些国家货币的升值会打压美元继续反弹的势头；**四是**近期中国政府不断增持日本国债的同时减持美国国债，积极推进外汇储备多元化策略，也会使得短期之内美元很难继续走强。需要补充说明的是，上周受到工行可转债申购的影响，货币市场利率大幅跳升，央行也净投放流动性 700 亿元，但随着货币市场利率的回落，央行还会保持净回笼态势，不过由于临近“两节”央行流动性回笼力度会减轻。而且“两节”后，随着货币信贷调控目标的实现，央行放松信贷管控也是值得期待的。

目 录

一、部分“量和价”的经济指标有见底迹象	3
二、一些“流动性”的经济指标有好转迹象	8

图 表

图 1: PMI 的反弹预示着 8 月份 VAI 环比可能见底	4
图 2: 汇丰 PMI 产出指数也同样反弹	4
图 3: PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象	5
图 4: PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象 (续)	5
图 5: PMI 购进价格反映了较大的物价反弹压力	5
图 6: PMI 新订单也反映了较大的物价反弹压力	5
图 7: 8 月 31 日当周生产资料价格环比增速已经下降	6
图 8: 8 月 31 日当周农产品价格环比增幅大幅放缓	6
图 9: 商务部生产资料价格分项周环比涨跌幅	6
图 10: 商务部农产品价格分项周环比涨跌幅	6
图 11: 美欧日等经济体经济依然处于复苏进程中	7
图 12: 美国个人消费支出继续保持较高增长	7
图 13: 美国消费支出的较好增长带动企业补库存	7
图 14: 销售形势的好转带动产能利用率的有所提高	7
图 15: 美国新增非农就业人数连续三周下降	7
图 16: 8 月 28 日当周初请失业金人数连续两周下降	7
图 17: 外围经济复苏步伐的放缓会影响中国的出口	7
图 18: 9 月 3 日当周央行净投放 700 亿元流动性	9
图 19: 今年 8 月份全月央行净回笼流动性 1090 亿元	9
图 20: 短端利率的急剧上行迫使央行净投放流动性	9
图 21: 票据贴现利率依旧保持较为平稳的态势	9
图 22: 汇改以来人民币升值预期并未得到明显强化	10
图 23: 楼市和股市的降温之后热钱有持续流出迹象	10
图 24: 美国失业率依然处于 9.6% 的历史较高位置	12
图 25: 当前美国财政收支形势处于史上最严重时期	12

上周公布的 PMI 数据已经初步验证了 VAI 环比、消费环比等“量”的经济指标可能在 8 月份提前见底的判断。美日新推出的经济刺激计划有可能使得投资者将出口见底的预期时间提前。目前来看，物价上涨的态势也已经得到初步遏制，在美日试图遏制通缩风险的情况之下，通胀风险并不具有系统性和趋势性。上周，商务部生产资料价格已经结束了连续 6 周的上涨态势，而且农产品价格环比涨幅也明显大幅降低。流动性方面，美国严峻的就业形势和财政收支形势以及中国外汇储备多元化战略都可能迫使美元短期之内还有进一步回调的压力，从而可以有力阻止未来可能出现的资本的进一步外流。

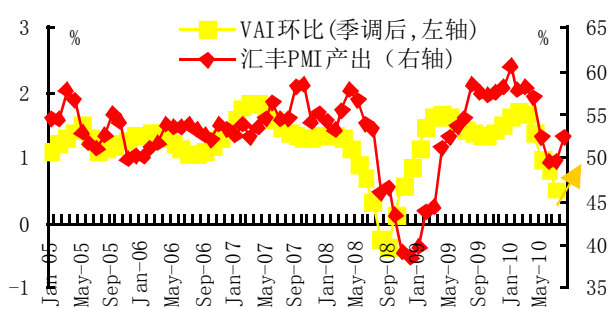
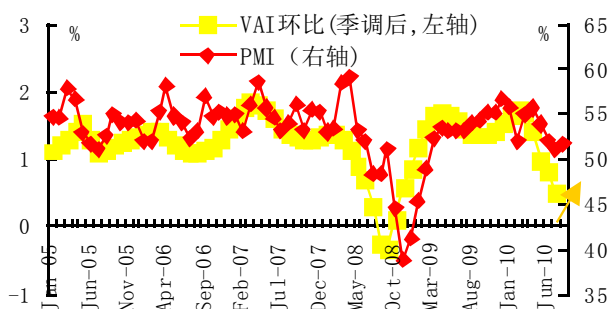
一、部分“量和价”的经济指标已有见底迹象

从国内方面来看，上周最新公布的 PMI 数据验证了 VAI 环比增速有可能在 8 月份见底的判断。8 月份 PMI 比上月提高 0.5 个百分点，汇丰 PMI 产出更是提高了 2.7 个百分点，这预示这 VAI 环比增速有可能在 8 月份见底（图 1、图 2）。不过，也应当看到 PMI 在 8 月份的反弹还比较脆弱的。在 11 个分项指标当中，有产成品库存、采购量、进口、原材料库存、从业人员等 5 个顺周期的分项指标是下降的，而且供货商配货时间这 1 个逆周期指标也是上升的（图 3）。此外，在 11 个分项指标当中，有积压订单、产成品库存、进口、原材料库存等 4 个顺周期的分项指标是低于临界值的（图 4）。

上周最新公布的 PMI 指标还显示了当前较为严重的物价上涨压力，不过频率较高的周度数据显示这种物价上涨的压力已经有所缓解。8 月份，PMI 购进价格指数经过之前三个月持续回落之后大幅回升到 60.5%，比上月上升 10.1 个百分点。而且，分行业来看，20 个行业中，只有 1 个行业低于 50%，其余 19 个行业均高于 50%，其中有 11 个行业达到 60% 以上，有 2 个行业超过了 70%。分产品类型来看，中间品和生活消费品类企业购进价格指数升幅最为迅猛，其购进价格指数均达到 60% 以上。这反映了当前较大的物价上涨压力（图 5、图 6）。不过，从周度数据来看，物价的这种上涨压力近期已经有所缓解。商务部最新公布的数据显示，8 月 31 日当周，食用农产品市场价格环比上涨 0.2%，涨幅比前期大幅回落；尤其是生产资料市场价格环比下降 0.1%，结束了连续六周的上涨态势（图 7、图 8）。从分项指标来看，有色金属、黑色金属、水果、水产品等前期涨幅较大的产品降幅较大，而鸡蛋、蔬菜、橡胶、农资等依然保持较高涨幅（图 9、图 10）。

图 1：PMI 的反弹预示着 8 月份 VAI 环比可能见底

图 2：汇丰 PMI 产出指数也同样反弹



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、中国物流采购协会、广发证券研发中心

图 3：PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象

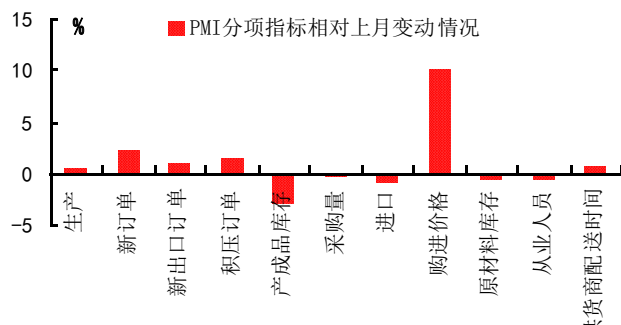


图 4：PMI 的主要分项指标显示经济有转好迹象（续）

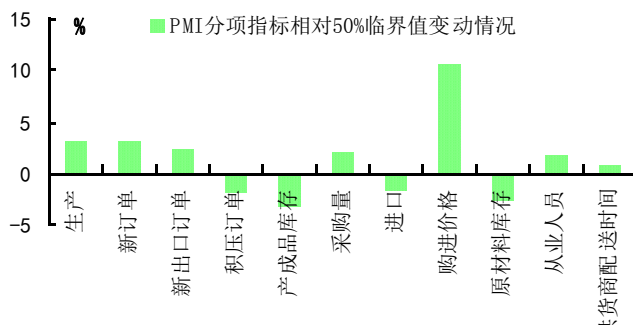


图 5：PMI 购进价格反映了较大的物价反弹压力

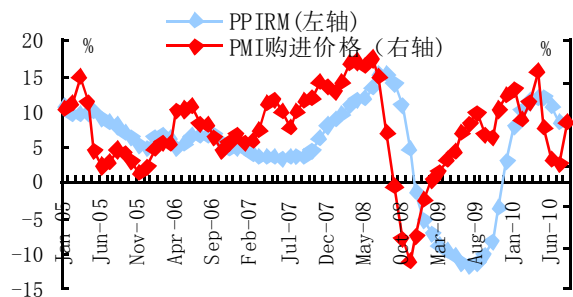
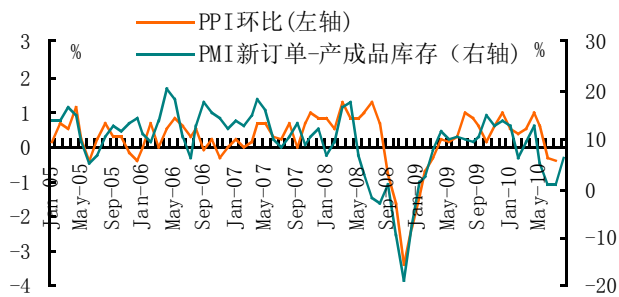


图 6：PMI 新订单也反映了较大的物价反弹压力



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、中国物流采购协会、广发证券研发中心

图 7：8 月 31 日当周生产资料价格环比增速已经下降

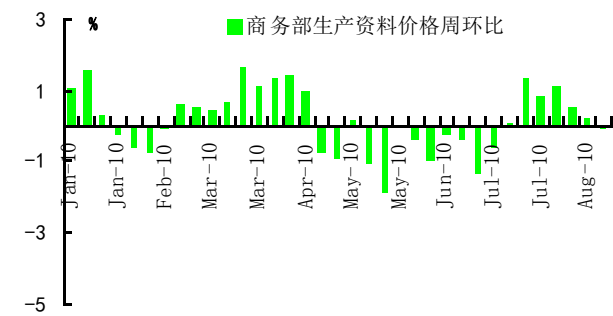


图 8：8 月 31 日当周农产品价格环比增幅大幅放缓

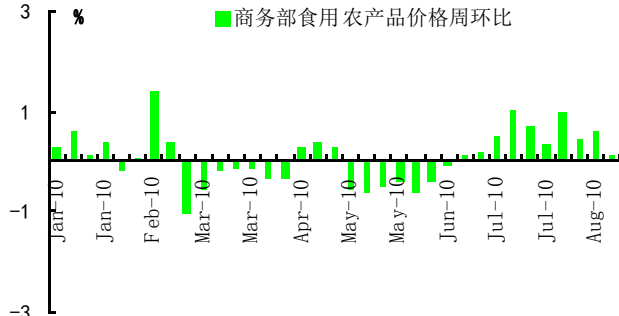


图 9：商务部生产资料价格分项周环比涨跌幅

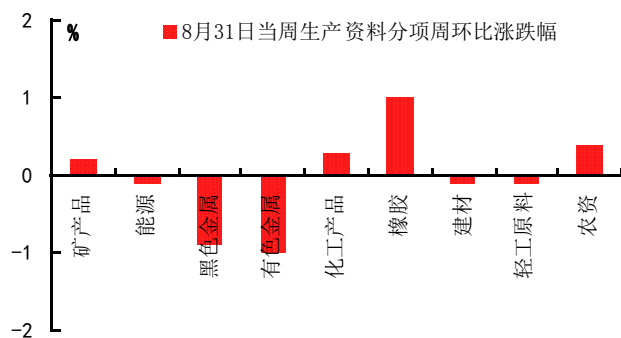
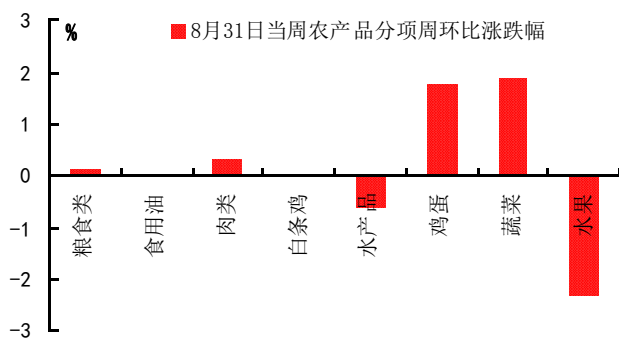


图 10：商务部农产品价格分项周环比涨跌幅



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、商务部、广发证券研发中心

从国际方面来看，当前外围经济还继续按照零售复苏-补库存-企业追加投资-增加工人雇佣的逻辑演绎，但经济复苏演绎过程显然比预期要慢得多，所以只能期待美日即将推出的新经济刺激计划重新提振投资者信心。作为消费为主的经济体，美国经济复苏的逻辑一般首先是消费复苏，进而带动零售商、批发商和制造商先后补库存，随后企业追加投资，增加雇佣工人，带来失业率的逐步下降（图 11、图 12、图 13、图 14）。9 月 3 日，美国劳工部公布，8 月份非农就业人数减少 5.4 万人，与修正后的 7 月份水平相当，不仅低于 13.1 万人的初步统计数据，而且也大大低于此前经济学家 11 万人的预计（图 15）。尽管如此，美国非农就业人数已连续三个月下降，这使得美国 8 月份失业率上升至 9.6%。不过，稍令人鼓舞的是，8 月 28 日当周，美国初次申请失业金人数为 47.2 万人，已连续两周下降（图 16）。在这种情况下，奥巴马于 9 月 3 日宣布下周将公布一揽子经济刺激措施，进一步提振复苏乏力的美国经济。此前的 8 月 27 日，伯南克在美联储经济会议上表示，美联储不会坐视美国经济滑入通缩不管。美联储已准备好在需要的时候尤其是在经济前景显著疲软的情况下将提供额外的刺激政策。与此同时，日本政府也于 8 月 30 日公布了一个新的 9200 亿日元（折合 108.75 亿美元）经济刺激计划纲要，以遏制日元升值对日本国内投资和就业产生的不利影响，并阻止当前通货紧缩的趋势。同日，日本央行也把商业银行的放贷规模扩大了 10 万亿日元（折合 1160 亿美元），至 30 万亿日元。考虑到外围经济对中国出口以及资本流动所可能带来的重要影响（图 17），美日两国近期推出的新经济刺激计划，短期之内会提振国内投资者的信心，这虽然不会改变贸易顺差缩减的趋势以及资本近期外流的风险，但是有望将市场预期的出口见低时间提前。

图 11：美欧日等经济体经济依然处于复苏进程中

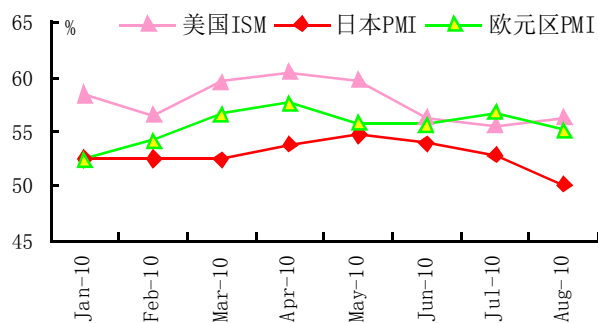


图 12：美国个人消费支出继续保持较高增长

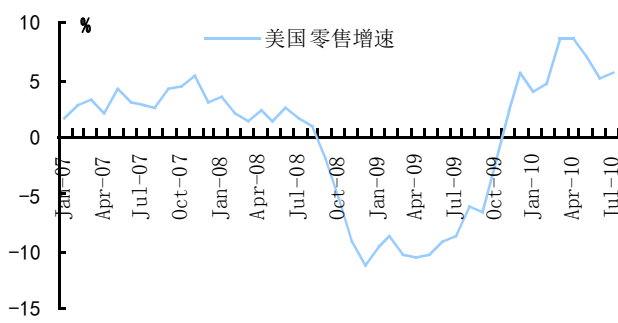


图 13：美国消费支出的较好增长带动企业补库存

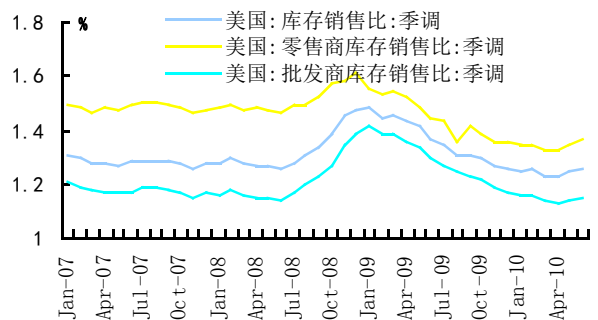
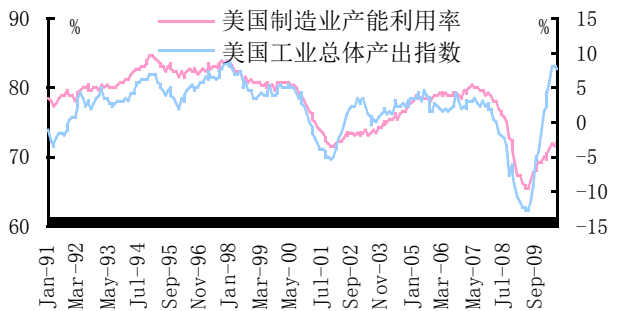


图 14：销售形势的好转带动产能利用率的有所提高



数据来源：CEIC、WIND、美国劳工部、广发证券研发中心

图 15：美国新增非农就业人数连续三周下降

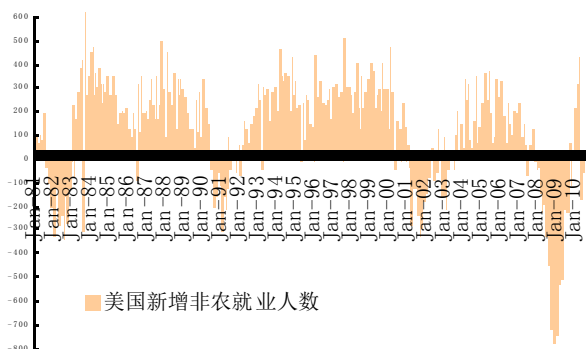
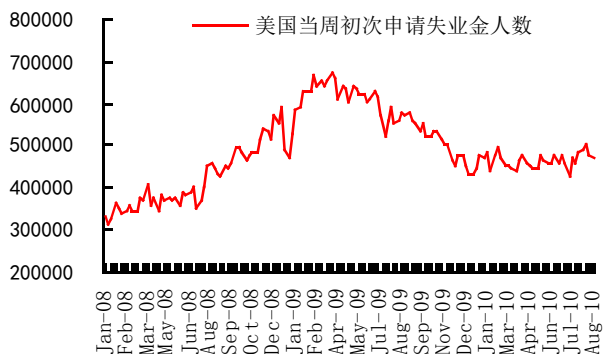
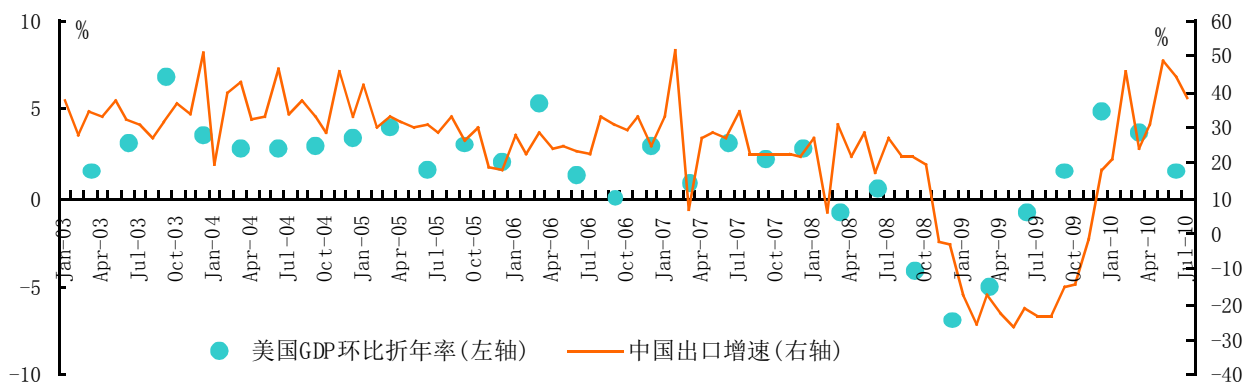


图 16：8月28日当周初请失业金人数连续两周下降



数据来源：CEIC、WIND、美国劳工部、广发证券研发中心

图 17：外围经济复苏步伐的放缓会影响中国的出口



数据来源：CEIC、WIND、美国劳工部、广发证券研发中心

二、一些衡量“流动性”的经济指标有好转迹象

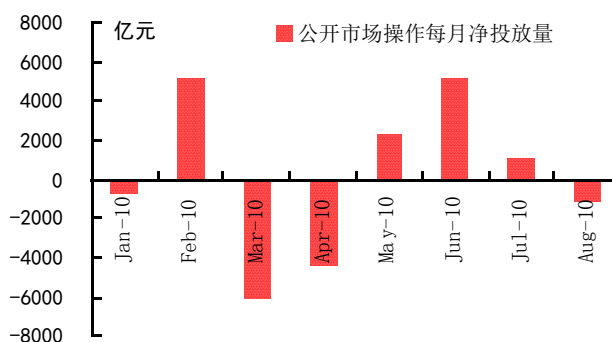
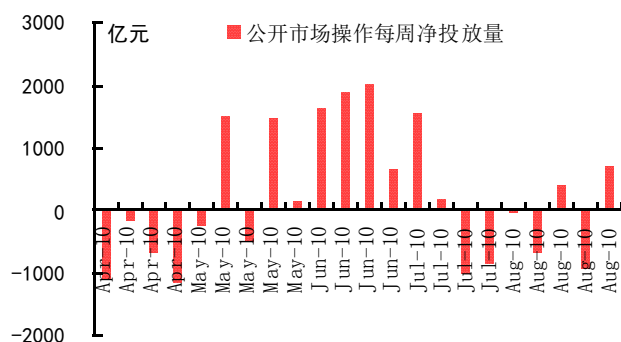
按照央行在《中国货币政策执行报告》中的公开解释，微观意义上，也就是市场人士通常把流动性理解为在几乎不影响价格的情况下迅速达成交易的能力，即金融资产变现的难易程度。而在宏观意义上，我们所说的流动性通常指的是不同统计口径的货币信贷总量，比如：M0、M1、M2等。市场人士通常认为，流动性状况可以通过金融资产的风险溢价和资本回报的规模来评价，较高的流动性通常伴随着较低的风险溢价。当投资者所觉察到的风险的绝对值和方差都较低的时候，投资的信心就会提高，流动性就会增强；而当投资者受到负面事件的冲击，就会增加不确定性和投资者的风险回避行为，降低投资者信心，从而降低流动性。这样来看，流动性从本质上来讲就是投资者的信心。如果从投资者信心的角度而言，微观意义上的流动性与宏观意义上的流动性这两者是相通的，或者说是一回事。当投资者信心增强的时候，关于经济增长和通货膨胀的风险补偿减少了，进而降低风险溢价，推动资产价值的上升，提高投资者的信心，而信心本身似乎又进一步提高信心，致使市场交投就比较活跃，金融创新产品不断涌现，经济杠杆率提高，进而增强市场的流动性，表现在宏观层面上就是各种统计口径的货币信贷总

量的不断增多。因此，如同其它宏观经济指标一样，流动性也是各类微观经济指标的加总。考虑到部分不能够解释整体，这也就是为什么市场专业人士在谈论决定股市流动性的时候经常要看 M1 尤其是新增贷款的原因。因为 M1 是流通中现金和活期存款的加总，是变现能力较强的资产，而新增贷款则决定了货币派生能力。

从国内贷款来看，按照央行和银监会年初制定的全年新增贷款 7.5 万亿元以及 M2 增长 17% 的调控目标，今年未来几个月每月新增贷款基本上维持在 5000 亿元左右的水平。考虑到贸易顺差可能会减少甚至出现贸易逆差的可能，而且 FDI 有相对比较稳定且量比较小（具体论证可参见《本轮经济调整何时见底》2010 年 8 月 25 日），因此，只要决策层不放松对货币信贷的控制，短期资本流入流出情况就成为决定未来几个月流动性状况的重要因素。当然，我们在《为何通胀无牛市》（2010 年 8 月 30 日）中已经谈及随着货币信贷目标的逐步实现，央行有可能在货币信贷管理方面逐步放松，但这种放松只会发生在“十一”之后，估计越来越多的投资者会提前预期到这一点。9 月 3 日当周，央行再次净投放流动性 700 亿元（图 18），主要是由于工行可转债于 8 月 31 日申购，激发短线资金需求，进而推动回购利率急剧上涨（图 20、图 21）。这也迫使央行紧急投放流动性。尽管如此，8 月份全月央行还是净回笼流动性 1090 亿元（图 19）。尽管两节之前央行会适当减轻回笼力度，但是考虑到货币市场利率依旧维持低位，净回笼的态势短期之内还会保持。

图 18：9 月 3 日当周央行净投放 700 亿元流动性

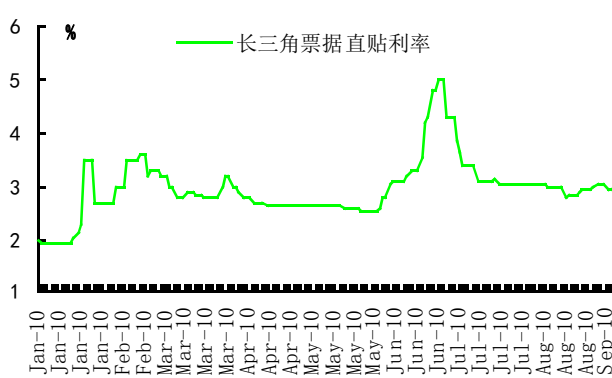
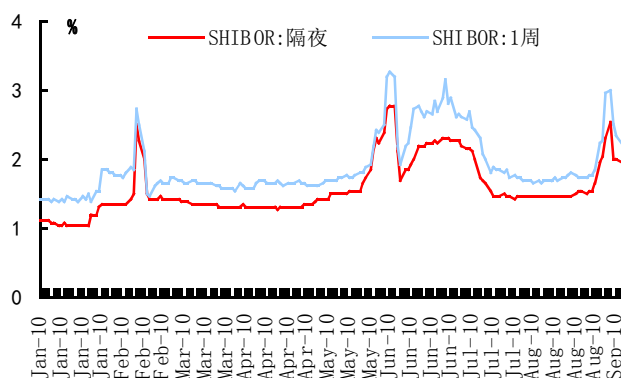
图 19：今年 8 月份全月央行净回笼流动性 1090 亿元



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、广发证券研发中心

图 20：短端利率的急剧上行迫使央行净投放流动性

图 21：票据贴现利率依旧保持较为平稳的态势



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、广发证券研发中心

从外部资金流入来看，外部资金流动短期内主要取决于息差、汇差、风险偏好等因素，长期来看则主要取决于相对劳动生产率、投资回报率差异以及经济增长率差异等因素。关于这些问题，无论是决策界、学术界还是市场界人士已经早有论述，比如许多人士从短期避险需求等角度，认为美元短期将反弹，部分甚至试图从这一角度论证这种反弹具有可持续性；另外一些权威人士则从相对劳动生产率，经济增长率差异等角度认为美元将长期走软。这种差异认识是市场交易发生的必要条件，同时对于投资者了解交易对手的投资策略也不无裨益。毫无疑问，从本质上来看，国际资本流动本质上是不同类型货币计价资产之间的替换。国际资本之所以流入中国是看好人民币计价的资产，而国际资本之所以流向美国则是看好美元计价的资产。所以分析国际资本流动情况本质上看要看投资者对人民币资产的信心。考虑到人民币长期以来单边盯住美元以及美元主导国际货币体系的事实，因此投资者对人民币资产的信心很大程度上取决于投资者对美元资产的信心，美元的走势将对中国资本流动情况的起到至关重要的作用。在盯住时期，美元走强会促使资本流入；而在脱钩时期，美元走软则会促使资本流入。

目前来看，今年6月19日，央行重启人民币汇改以来，人民币升值预期并没有得到明显强化。截至今年9月3日，NDF市场隐含人民币升值预期为1.48%，连续多月保持在这一水平之上（图22）。市场上与升值预期相关板块，比如：航空、造纸也并没有得到投资者的特别青睐。此外，与此相对应，在外汇市场上短期资本已经连续三个月保持外流的态势（图23）。就其根本原因在于：当前美元强势，欧元弱势，在此情形之下，推进人民币汇改意味着将更多的权重放在相对弱势的非美货币之上，因此人民币升值预期并不会得到明显强化。05年7月21日的汇改则处在美元相对弱势以及欧元相对强势的情形之下，在这种情形之下推进汇改，由传统的盯住单一美元转向盯住一篮子货币，无疑会进一步强化人民币升值预期，致使外汇资本进一步涌入国内。考虑到这一原因，我们在《本轮经济调整何时见底》以及《为何通胀无牛市》两期报告中都谈及，未来一个季度之内人民币存在贬值预期的可能。关于这一点，还可以从外汇存差连续两月为正的迹象得到的佐证，在此不再赘述。除此之外，对此我们还可以从美元走势中得到佐证。

图 22：汇改以来人民币升值预期并未得到明显强化

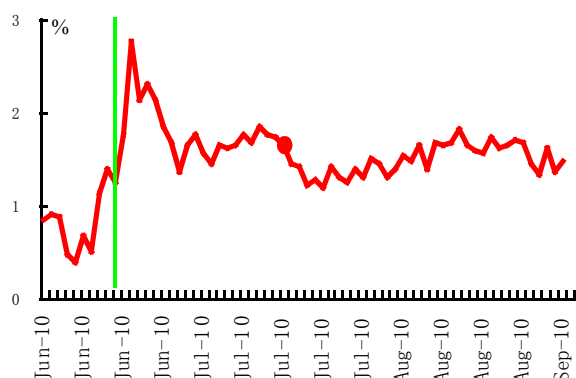
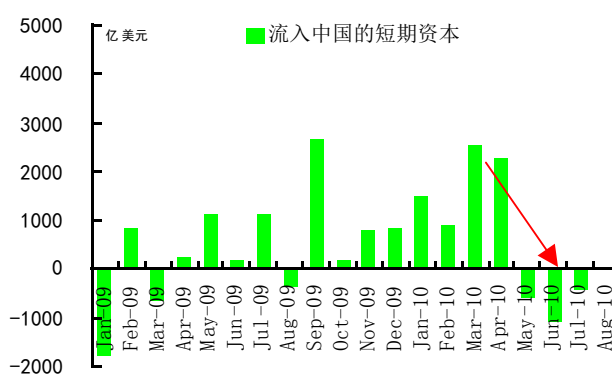


图 23：楼市和股市的降温之后热钱有持续流出迹象



数据来源：CEIC、WIND、美国劳工部、广发证券研发中心

长期来看，美元在未来 5 年左右的时间会逐步走强，强势美元政策并不会仅仅停留在奥巴马政府的口头之上。从本质上来看，美元是以美国政府信用为担保的，只要投资者对美国政府和美国经济有信心，美元就不会轻易走软到以至于美元丧失国际主导货币地位。历史经验也表明，投资者对美国是有信心的，并且相信美国的财政赤字是可持续的。上世纪 80 年代以来，尽管美国财政赤字和贸易赤字不断扩大，但是美元却始终围绕在 90 附近上下波动，并没有呈现趋势性走弱或者走强，而且美国国内通货膨胀率也始终维持在较低位置。这意味这投资者相信美国的财政赤字是可持续的，投资者对美国经济的信心似乎不是来自于对美国未来 10 年甚至 50 年的贴现，而是对未来更长期限的贴现。事实上，美元历史上的每次走软很大程度上只不过是美国政府有意而为之的。比如：上世纪 70 年代的尼克松冲击，上世纪 80 年带的广场协议，2005 年的施压人民币升值等等。从本质上来看，决定一国货币价值的不是该国当前财政赤字率有多大、债务负担有多重、经济增长率有多低，而是该国财政赤字、债务负担、经济增长等能否持续下去。因此，只要投资者相信美国经济能够持续良好地运转下去，当前的阶段性问题并不会改变美元的长期走势以及美元的国际地位。事实上，08 年以来，全球性危机时期以及迪拜危机、希腊危机和欧债危机时期，美元的不断走强一定程度上也反映了投资者对美国经济以及美元的信心。尽管我们相信相对劳动生产率（即巴-萨效应）等方面因素对美元长期走势起重要作用，但是投资者并不一定会对劳动生产率和经济增长率较高的国家的货币有比美元更强的信心，因为劳动生产率较高的国家所面临的通胀风险、政治风险等方面往往也较高，投资者会要求更高的风险补偿。除此之外，投资者对美元的信心并不仅仅来自于对美国经济的信心，很大程度之上还来自于对美国政治、军事、文化等非经济因素的信心。在可预见的时期之内，只要美国不主动放弃美元的国际主导地位，仅仅凭借美国投资者所掌握的大量国际资本就足以影响国际资本的流向，进而决定美元走势。不过，在美元主导的国际货币体系之下，无论是“布雷顿森林体系”时代还是“后布雷顿森林体系”时代，“特里芬悖论”是始终绕不过去的弯：一方面，美元持续保持强势地位需要美国保持长期贸易逆差以输出大量美元；另一方面，长期的贸易逆差又会反过来迫使强势美元难以延续，美元贬值在所难免。毫无疑问，从美国利益立场来看，在美元持续多年羸弱的情况之下，需要保持美元的强势地位，进而维系美元的国际主导地位，以期征收更多铸币税。不过，美国大量通过贸易逆差向国际社会征收铸币税会使得美国累积大量美元债务，进而使得美元的强势地位得不到保障，无论是从美国利益立场来讲还是从经济自我调整的需要，美元又必须适当贬值以缓解美元的债务负担（注意这里有许多人存在误解，即认为美元作为本位货币不可能通过美元贬值方式缓解债务负担，其实只要理解一国政府通过通货膨胀方式来为该国政府融资就可以理解这一点），恢复或增强投资者对美元的信心。因此，长期来看，美元呈现周期性轮回的走势。1985 年之 1994 年逐步贬值，1995 年至 2002 年逐步升值，2002 年至 2008 年逐步贬值，而 2009 年以来则呈现出逐步筑底的特征。今天美国财长盖特纳所面临的经济环境与 1995 年鲁宾所面临的经济环境极其相似。上世纪 80 年美国深受储贷危机的折磨，经过 1990 年的伊拉克战争之后，美元依然未能摆脱疲弱的处境。根据 IMF 数据，美元在国际外汇储备总额中的占比由 1973 年的 84.6% 下降到 1987 年的低点 49.4%，直到美国推行“强势美元政策”的 1995 年之前，美元在国际外汇储备中的占比一直维持在 50% 上下的水平，美元指数也一直处在 90 左右的弱势地位。如今美国经济在经历了 2002 年的科技

股泡沫之后，期间同样也经历了伊拉克战争，已经连续多年处于弱势地位。根据 IMF 最新公布的数据，截至 2009 年第二季度末，在全球 4.27 万亿美元已知币种构成的外汇储备中，美元资产达 2.68 万亿美元，占比 62.8%。而在去年第一季度末，该比例为 65%。IMF 数据还显示，在截至去年第二季度末的已知币种外储总额中，欧元比重从前一季度的 25.9% 增加到 27.5%，同期英镑占比从 4% 升至 4.3%，日元占比也从 2.9% 升至 3.1%。这不仅是 1999 年以来美元占全球外储比重的最低水平，2.2 个百分点的比重下跌也是美元 2002 年第三季度以来最大幅度。美国政府显然不能够容忍这种情况继续延续下去。所以奥巴马政府竞选的纲领之一就是“强势美元政策”，只不过迫于严峻的就业形势以及低下的民意支持率迟迟没有推进。一旦就业形势好转，奥巴马政府的强势美元政策就不会仅仅停留在口头上，相信如今的盖特纳财长不仅会像 1995 年的鲁宾财长一样说话，而且也会像 1995 年的鲁宾财长一样行事。

图 24：美国失业率依然处于 9.6% 的历史较高位置

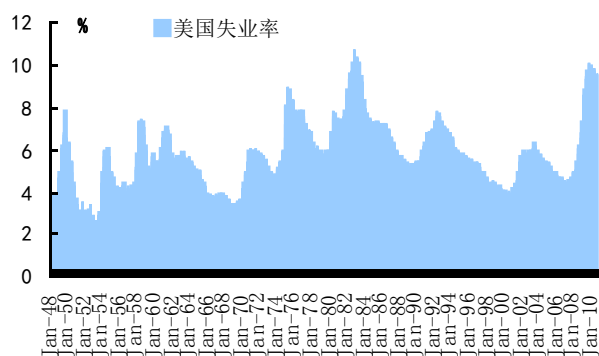
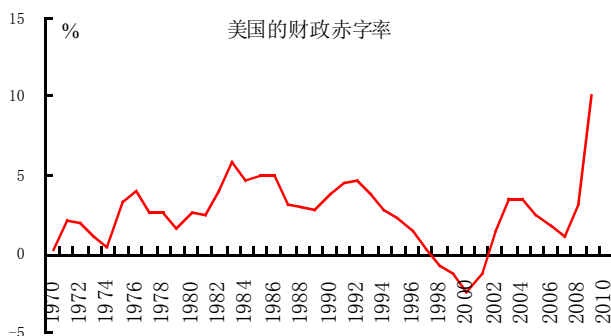


图 25：当前美国财政收支形势处于史上最严重时期



数据来源：CEIC、WIND、美国劳工部、广发证券研发中心

尽管有充分理由长期看好美元资产，但展望未来两个季度，美元指数突破 90 这一近期高点和历史均值的难度较大，回调在所难免，因此未来一个季度左右可能出现的短期资本外流或有转机。主要原因在于：一是高企的失业率使得奥巴马政府所宣誓的“强势美元政策”还不能在目前的经济形势下得到贯彻（图 24）。当前，美国失业率依然保持 1983 年以来的历史高位，09 年 12 月依然保持 10%。尽管有理由期待，随着美国经济的复苏，失业率会逐渐降低，但是在失业率回归到 5% 左右的自然失业率水平之前，美国政府所宣称的“强势美元符合美国利益”论调并不会得到广大劳工阶层的支持。考虑到不断下降的民意支持率，奥巴马政府短期之内很难推行“强势美元政策”。截至今年 1 月 20 日，奥巴马的民意支持率已经由 1 年前宣誓就职时的 74% 跌至 56%，成了二战后就任一年内民意支持率下跌最快的美国总统。二是严峻的财政收支形势也不支持美元的短暂反弹持续下去，只有财政收支明显改善之后，市场对美元的信心才能够真正得到恢复（图 25）。当前，尽管美国经济显著复苏，但是财政赤字问题依然严重。1 月 13 日公布的财政收支数据表明，去年 12 月份美国财政赤字达到了 918.5 亿美元，创下当月赤字历史新高。而根据美国财政部此前的报告，在截至去年 9 月 30 日的 2009 财年，美国财政赤字达到了创纪录的 1.42 万亿美元，约相当于美国 GDP 的 10%，为第二次世界大战以来的最高水平。此外，奥巴马政府此前估计，在未来 10 年内，美国财政赤字总规模将达到 9.05 万亿美元，而 2010 财年赤字将达到创纪录的 1.5 万亿美元。过高

的财政赤字问题已成为美国政府面临的一大难题，并威胁到美国经济的可持续复苏，从而很难支撑美元的持续反弹。三是美元如果在美国失业率数据和财政收支数据好转之前反弹到 90 以上，中国等硬盯住美元或者软盯美元国家会迎来进一步推进汇改的绝好机会，这些国家货币的升值会打压美元继续反弹的势头。中国政府正是在 2005 年 7 月 22 日美元由当年年初的 80.9 反弹到 89.64 时候宣布人民币对美元一次性升值 2% 的。2010 年 6 月 19 日，中国政府同样是在美元指数再次反弹到 90 附近推进汇改，这些都有可能成为阻止美元进一步反弹的重要因素。此外，中国政府积极推进外汇储备多元化策略，在短期之内将制约美元继续走强。根据日本最新的官方数据，在 2010 年上半年，中国购入的日本政府债券总量超过了 1.73 万亿日元。相比过去，这次中国购买量几乎达到了 2005 年历史高点 2538 亿的七倍，迅速成为了日本的第二大债主。与此同时，美国财政部 8 月 16 日公布的国际资本流动报告显示，截至 2010 年 6 月末中国共持有 8437 亿美元美国国债，继 5 月份减持 325 亿美元美国国债后，于 6 月再度减持 240 亿美元美国国债，但仍为美国国债最大的海外持有者。中国在外汇储备结构方面的调整短期之内可能触发美元的进一步回调。从这几个方面来看，估计短期避险需求很难带动美元持续反弹，而且随着全球经济的复苏，避险需求在未来一两个季度会逐步减弱，美元存在适当回调的可能。这在人民币脱钩美元的情况之下，有利于阻止资本的进一步外流。

沪深300指数(399300)行情走势



相关研究报告

为何通胀无牛市

余晓宜、崔永 2010-08-30

本轮经济调整何时见底

余晓宜、崔永 2010-08-23

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。