

专题报告

美元变奏下的中国国际资本流动

2011年7月28日

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（6月）

工业	15.1
城镇投资	25.6
零售额	16.8
CPI	6.4
PPI	7.1

资料来源：CEIC，招商证券

核心观点：

近期在美元反弹和海外唱空中国经济的双重影响下，有观点认为国际资本可能从中国大举外逃。我们不认同以上观点。2011年下半年美国经济增速会回升但不强劲，美联储退出超宽松货币政策的步伐缓慢，这决定美元本次反弹的幅度有限，美国乃至全球发达经济体低利率和宽松货币政策的环境不会根本改变。在此情况下，中国稳定的经济增长速度、人民币升值预期和国内外正利差将继续吸引国际资本持续流入。

预计，2011年下半年月均外汇占款增量在4250亿至4800亿元人民币之间，较上半年增长超过30%。

综合考虑我们观察的一系列领先和同步指标，预计7月外汇占款增加值的规模可能仅与6月持平或微超，这使得央行在8月中旬之前提高法定存款准备金率的可能性较低。

图：全球资本流动目前处于周期性回升的开始阶段



资料来源：《本次全球金融危机期间的资本流动》GIIDWP，招商证券研发中心

谢亚轩

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

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理：

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

近期,有报道称美国国会拟提出向汇回海外盈利的美跨国公司提供税收减免优惠政策的议案,据称此举将吸引 7000 亿美元的资金回流美国。同时,在美联储四月议息会后,基于对美国货币政策将从超宽松状态中逐步退出的预期,美元指数在触及 73 的低位后出现反弹,到 7 月中旬,从底部反弹的幅度一度达到 4%。美国货币政策转向,2012 年进入加息周期的可能性明显上升;美元由弱转强,反弹的趋势还意犹未尽。在此背景下,担心美元转强后国际资本大举流出新兴经济体触发国际收支危机的担忧情绪在滋长。毕竟,从历史上看,不论是 80 年代初拉美的债务危机、97 年的亚洲金融危机等事件背后都有美联储持续加息和美元转强这样的推手。最近一段时间,海外唱空中国经济和股票市场的声音渐强,前瞻性地思考美元变奏下的中国国际资本流动方向和流动规模对宏观经济决策和股票市场投资决策都不能算是杞人忧天。

图1: 持续货币政策收缩是刺破泡沫导致金融危机的诱因



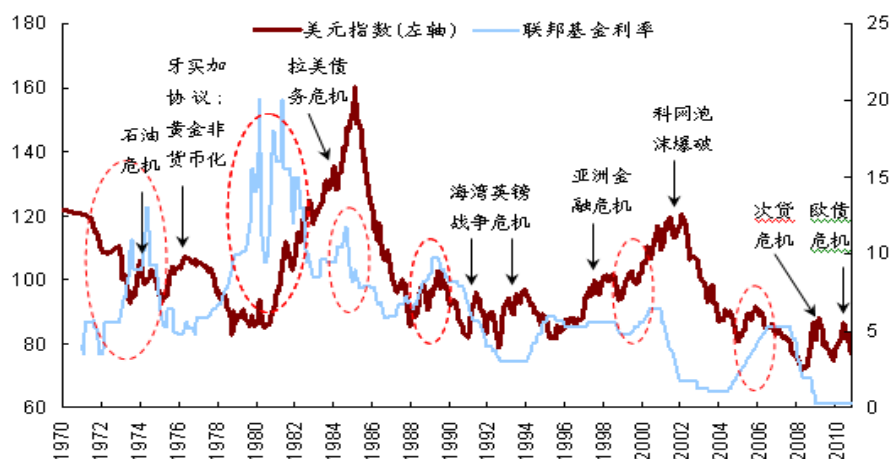
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

我们的基本判断是,2011 年下半年美国经济增长会回升但不强劲,美联储退出超宽松货币政策的步伐缓慢,这决定美元本次反弹的幅度有限,美国乃至全球发达经济体低利率和宽松货币政策的环境不会根本改变。在此情况下,中国稳定的经济增长速度、人民币升值预期和国内外正利差将继续吸引国际资本持续流入。预计,2011 年下半年月均外汇占款增量在 4250 亿至 4800 亿元人民币之间,较上半年增长超过 30%。

我们的主要判断依据如下:

首先,2011 年下半年美元反弹但不是反转。我们认为,美元的反弹是对美联储宣布正常结束 QE2,从超宽松货币政策中退出的正常反应。在此情况下,外汇市场作为交易信息最为发达的市场提前体现这一信号,美元指数从 4 月底开始温和反弹。我们判断,美元指数本轮反弹的高度可能是在 80 左右,从低点算起,反弹的幅度接近 10%。第二次加息后,欧洲央行对于通胀的措辞温和,市场预期 8 月份,9 月份欧洲央行进一步加息的概率极低,近期欧元走势趋弱。据此估计,本轮美元反弹的时间预计将持续到 9 月末。本轮美元的温和反弹比较接近 2004 年 6 月美联储首次加息前后的情况。2004 年初,市场已开始形成美联储将通过加息以结束低利率政策,对抗通胀的预期。美元指数从 1 月初开始反弹,直到 5 月初。美元指数从低点的 85,反弹到 92,反弹幅度 8.2%。

图2：美元走强往往与危机和持续加息有关



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

其次，美欧经济在 2011 年下半年难出现强劲增长。尽管我们认为，美国经济下半年的情况好于上半年，全年美国 GDP 的增长率能够达到 2.6%。但疲弱的房地产市场和就业市场抑制美国经济的回升速度，收缩的财政政策（不管是缩减政府开支还是加税）更是雪上加霜。在新的产业革命和战略性行业兴起之前，美国经济难以出现超趋势的增长速度。希腊债务问题还未顺利解决，在评级机构连续下调欧元区国家主权债券评级后，欧元区市场再次遭受剧烈波动，主权债务危机有向意大利等核心国家蔓延的趋势。秉承对通胀低容忍态度的传统，欧洲央行已两次加息，虽有效干预了欧洲乃至全球通胀预期，但不可避免会抑制总需求。受以上因素影响，下半年欧元区经济的表现恐难超上半年，我们预计 2011 年全年欧元区 GDP 增长 1.5%。整体来看，欧元区和美国经济在下半年都难有强劲的表现，其对国际资本的需求和吸引力都不高。

图3：2004年6月美联储加息前后的美元指数走势



资料来源：WIND，招商证券研发中心

第三，全球低利率的环境还将持续相当长时间。全球的利率环境相当程度上决定于发达国家特别是美国的货币政策和利率。在 4 月的议息会议讨论中，美联储官员重点强调在从超宽松货币政策中退出的过程中，要从政策设计上力求对金融市场和实体经济造成最小的负面影响。根据我们海外宏观团队的基本观点（中期海外宏观报告《峭壁边缘》），美联储从超宽松货币政策中的退出分为六个步骤，分别是：6 月末，正常结束 QE2，同

时继续收益再投资，保持联储资产负债表 2 万亿美元的规模；2011 年下半年的某个时间，结束债券收益再投资；2011 年第四季度，在议息声明中去掉“在相当长一段时间保持低利率”的措辞；2012 年上半年，回笼银行多余的超额储备；2012 年中，启动首次加息；2012 年下半年大选结束后，逐步减持机构债和国债，缩减资产负债表，此过程可能持续到 2015 年。从美联储退出的六步曲看，到 2011 年末乃至 2012 年中之前，美联储都将保持联邦基金利率 0.25% 的水平不变。日本中央银行也面临同样的困境，所以日本央行在年末前保持政策目标利率不变的可能性高。欧洲央行虽然对通胀的容忍程度最低，是本轮发达国家中抗通胀的急先锋，但在两次加息成功干预了通胀预期后，措辞温和，显示年末前继续加息的必要性下降。因此，我们判断，到 2011 年底之前，全球低利率的环境不会改变。

从历史经验看，发达国家低利率、低增长和宽松的货币政策环境有助于推动全球资本流动整体规模的上升。根据国际金融协会（IIF）的研究，全球资本流入规模（除以 GDP）在 2002 年到 2007 年间持续扩大，08 至 09 年受本轮金融危机影响显著回落，但从 2010 年开始已经进入新一轮的规模回升周期。全球资本流动的国际环境可以说是全球资本流动的“推动”因素，这些因素决定全球资本流动的规模或充裕程度。而各经济体的国内因素，则是决定资本流动的吸收因素，它决定了国际资本主要流入哪些国家。准确把握中国国内经济走势对于我们讨论 2011 年下半年中国的国际资本流动显然同样重要。

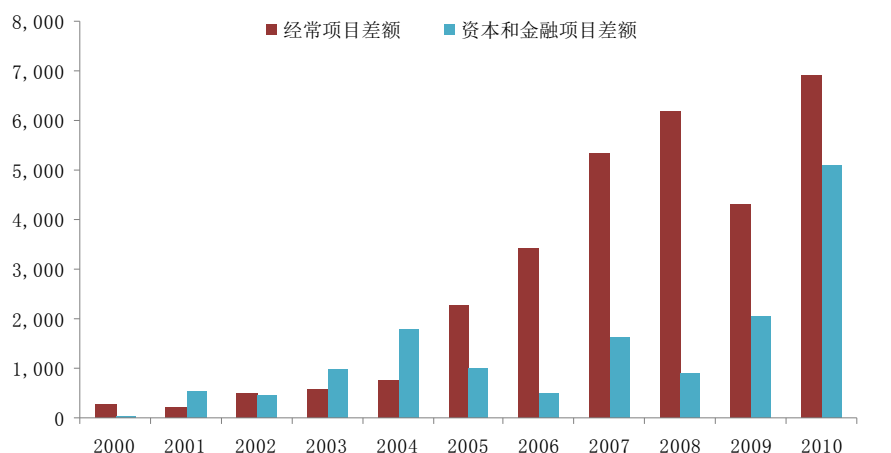
图 4：全球资本流动目前处于周期性回升的开始阶段



资料来源：《本次全球金融危机期间的资本流动》GIIDWP，招商证券研发中心

第四，2011 年下半年中国经济有望软着陆。在宏观调控的影响下，中国经济的增速从 2010 年第二季度开始稳步回落。我们认为中国的渐进式结构调整策略决定，中国经济潜在增长率的下降也是稳步和渐进的，目前可能仍在 9%至 9.5%之间。本轮库存调整的程度会比较温和，有可能在今年第三季度完成。中国经济有望在下半年实现软着陆，从第四季度开始回升，出现断崖式调整和硬着陆的风险较低。我们预计 2011 年全年中国 GDP 同比增长 9.5%，如考虑通胀，则名义增速在 14%至 15%，远高于发达国家，对国际资本的吸引力没有降低。

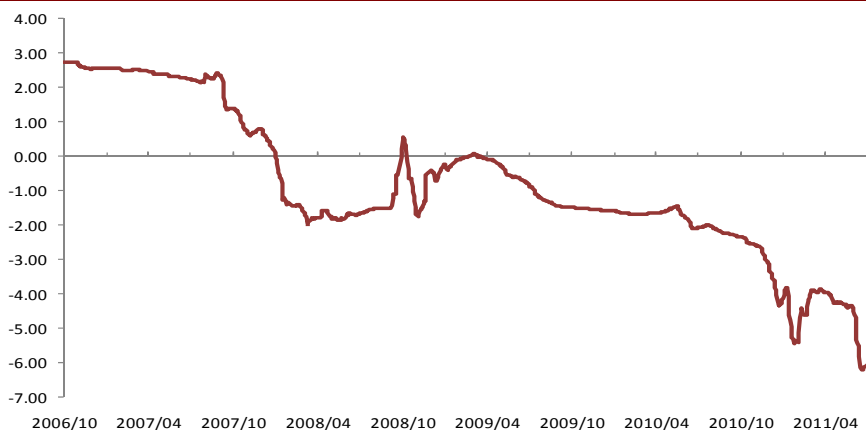
图 5：2000 年以来中国经常项目与资本和金融项目差额



资料来源：WIND，招商证券研发中心

第五，中国货币政策难以实质性放松，国内外利差仍在高位。目前中国经济面临的最主要矛盾还是通货膨胀，在货币持续高投放和地方政府债务压力巨大的条件下，因货币政策摇摆导致通胀预期失控带来的将是灾难性的后果。因此，我们认为，下半年以货币供应量 M2 增速保持在 16% 为中心内容的货币政策难以实质性放松。据此推论，国内的流动性状况也不会根本上放松，市场利率将高位运行，国内外利差也将处于高位。以银行间市场为例，上半年 3 个月的 Shibor 平均利率 4.8877%，3 个月 Libor 平均利率 0.2821，国内外正利差高达 4.6056%，远高于 2010 年平均 2.1073% 的利差，对国际资本的吸引力明显。

图 6：2006 年以来 LIBOR 与 SHIBOR 利差



资料来源：WIND，招商证券研发中心

第六，对人民币的升值预期仍比较强。最近，由于国内通胀高企和国际上唱空中国经济的噪音干扰，香港市场上人民币 NDF12 个月远期汇率与即期汇率差所表现出来的人民币升值预期有所减弱，6 月以来远期和即期汇率差值为 0.06 个百分点，低于上半年的 0.13 和 2010 年的 0.14 个百分点。但币值最终还是决定于政府对通胀的态度和公信力，相信在下半年国内通胀得到控制的情况下，对人民币升值的预期将恢复正常。

图 7：近期香港市场上对人民币的升值预期走弱但仍为正值

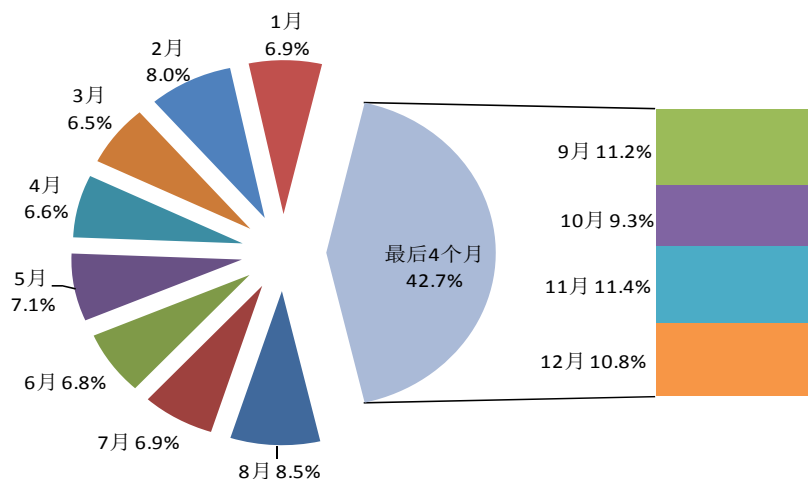


资料来源：WIND，招商证券研发中心

综上所述，我们认为下半年中国经济增速平稳，通胀回落，流动性偏紧，人民币升值预期企稳，对国际资本仍有比较强的吸引力。

预计下半年外汇占款的月均增量在 4250 至 4800 亿之间。综合考虑经常项目和资本项目，中国的国际资金流入呈现比较明显的季节性波动。从结构看，2001 年至 2010 年十年平均的四个季度外汇占款增加额占当年增加总额的比重分别是 22.2%、20.2%、26.2%和 31.5%。其中，尤其是 9 月、11 和 12 月三个月，其外汇占款增量在全年中的占比都超过两位数。2011 年上半年外汇占款余额较上年末增加 20885 亿元，按照上半年外汇占款增加额在全年中占比 42%至 45%估计，2011 年下半年外汇占款的增量有望达到 25500 亿至 28800 亿元，月均增量在 4250 亿至 4800 亿之间。

图 8：经常项目与资本和金融项目与 GDP 之比

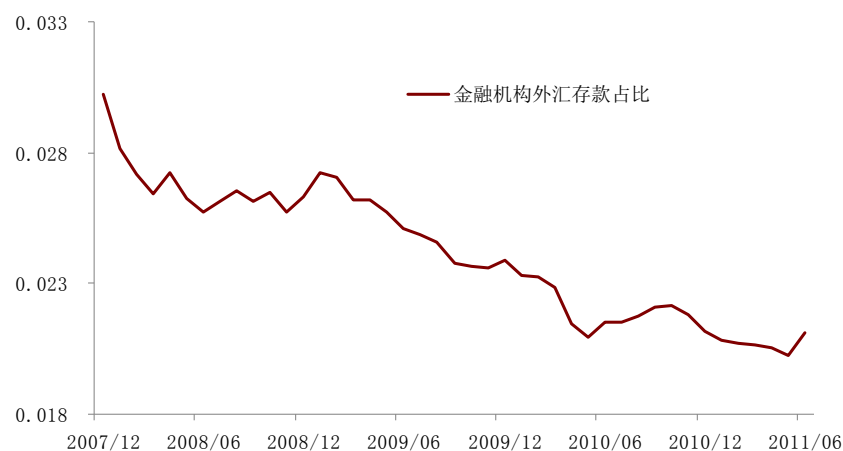


资料来源：WIND，招商证券研发中心

6 月以来人民币升值预期的波动是短期现象。进入 6 月以来，香港市场上对人民币的升值预期和港元汇率出现波动，显示国际资本流入香港和内地的积极性有所降低。从 6 月底数据看，当月外汇占款和银行代客结售汇顺差规模环比都出现下降，降幅分别是 26.3%和 17.1%。而当月银行代客收付汇顺差 437 亿美元，环比上升 33.2%。6 月末国内外汇存款余额 2564 亿美元，较上月末增加 107 亿美元，外汇存款余额占本外币存款总额的比重由上月的 2.03%上升到 2.11%。综合 6 月的数据看，国际资本流入的规模

仍在温和控制，但处于对通胀和人民币币值的担忧，在边际上有部分国内居民和企业增加持有了外币资产，导致银行结售汇规模的环比下降和外汇账户余额的上升。

图 9：6 月国内外汇存款占存款总额的比重上升



资料来源：WIND，招商证券研发中心

预计 8 月中旬前提高存款准备金率的可能性较低。我们在此前的报告中建议从香港的人民币升值预期、香港利差和港元汇率等领先和同步指标来判断国际资本流入香港和国内的积极性。我们的逻辑在《吹皱一池春水-国际资本流动对国内资本市场的影响》已明确，在信贷均衡投放的前提下，国际资本流动通过改变国内流动性状况影响国内的资本市场和货币政策。综合最新资金流动周报中的信息看（见 7 月第三周《负面信息已开始影响国际资本流入的积极性》），7 月外汇占款增加值的规模可能仅与 6 月持平或微超，这使得央行在 8 月中旬之前提高法定存款准备金率的可能性较低。

参考报告:

1. 《2011 年 3 月份进出口数据点评-关注 1 季度进口增速变化》 2011/4/11
2. 《海外宏观经济 2011 年二季度策略报告—通胀再挂钩下的全球货币政策变》 2011/4/11
3. 《宏观经济 2011 年二季度策略报告—风生水起》 2011/4/7
4. 《2011 年 4 月 5 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-货币政策难有实质性放松、再次加息概率较低》 2011/4/6
5. 《2011 年 3 月份 PMI 数据点评-库存调整可能已经展开》 2011/4/5
6. 《全球宏观经济数据图册_2 月份》 2011/4/5
7. 《总需求和流动性决定农产品价格波动—宏观视角下农产品价格研究》 2011/3/30
8. 《中国人民银行货币政策委员会 2011 年第一季度例会点评-政策调整需要关注国际经济金融的最新动向》 2011/3/29
9. 《一波才动万波随—谈通胀态势对资本市场的影响》 2011/3/28
10. 《日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析》 2011/3/21
11. 《2011 年 3 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-通胀压力仍处高位、政策着力稳定预期》 2011/3/19
12. 《2011 年 2 月份金融货币数据点评-紧缩货币政策还将维持》 2010/3/15
13. 《2011 年 2 月份宏观数据点评-通胀仍居高位、货币政策继续偏紧》 2011/3/14
14. 《2011 年 2 月份进出口数据点评-春节因素导致异常下降》 2011/3/11
15. 《2011 年 2 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前的判断》 2011/3/2
16. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》 2011/2/20
17. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》 2011/2/15
18. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》 2011/2/9
19. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》 2011/2/9
20. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》 2011/1/20
21. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》 2010/1/15

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。

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。