

2011.08.10

热钱存外流风险，或冲击货币政策

	姜超	王虎	薛鹤翔
	021-38676430	021-38676011	021-38674809
	jiangchao6164@gtjas.com	wanghu007633@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com
	S0880511010045	S0880511010057	S0880110100143

本报告导读：

全球避险情绪升温可能导致中国热钱外流，并可能引致未来货币政策调整。

摘要：

- 美债危机引致全球风险加剧，VIX 指数大幅上升，大类资产配置无疑将加大安全资产配置比例。在全球资产配置的风险谱系中，中国资产属于风险较高的资产，因而美债危机引发的全球金融市场动荡，将使得中国资产的配置比例很可能被下调，从而表现为资金的外流。
- 美债危机向纵深发展，原油、铜等大宗商品暴跌，黄金上涨，与黄金关联度较高的白银微跌。大宗商品的暴跌一方面预示着全球经济增长的忧虑，另一方面也促使通胀走势向下。
- 美国的零售大约领先中国出口一个月，我们预计美国经济下半年增长将停滞，美国国内消费亦将停滞，因此很可能从 9 月开始中国的出口将面临困境，增速或将低于 10%。
- 全球大宗商品价格的下降，以及持续的紧缩货币政策，国内通胀已然见顶。大宗商品价格下跌通过 PPI—CPI 非食品部分，传导到整个国内物价，同时经济放缓也伴随着物价的回落。
- 从 8 月 9 日国务院常务会议内容看，管理层高度重视当前国际金融市场的动荡，指出世界经济复苏存不确定性、不稳定性，要研究制定措施应对金融动荡，要冷静观察，沉着应对，做好防范风险的准备。
- 在通胀见顶、经济放缓的背景下，如果热钱大幅度外流，或对目前偏紧的货币政策形成冲击。由于 8 月-11 月央行公开市场到期资金平均不足 2500 亿，央行“被动式”货币投放力度有限，届时如果热钱流出态势确立，那么央行或被迫下调处于历史高位的金融机构存款准备金率，以应对热钱流出和经济放缓。

宏观研究团队

李迅雷
021-38676523
lixunlei@gtjas.com

姜超
021-38676430
Jiangchao6164@gtjas.com

王虎
021-38676011
Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰
021-38676051
lvchunjie@gtjas.com

汪进
021-38674624
Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔
021-38674809
xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《风险偏好下降、经济压力加大》	2011.08.03
《美债的近忧与远虑》	2011.07.28
《内蒙“金三角”地区调研纪要》	2011.07.22
《泡沫生灭，转型持久》	2011.07.20
《宏观分析中的季节调整方法》	2011.07.19

目 录

一、 全球风险加剧，外汇占款流出	3
二、 大宗商品下跌，国内通胀见顶	3
三、 国内经济放缓通胀回落	4
四、 从紧货币政策或受冲击	5

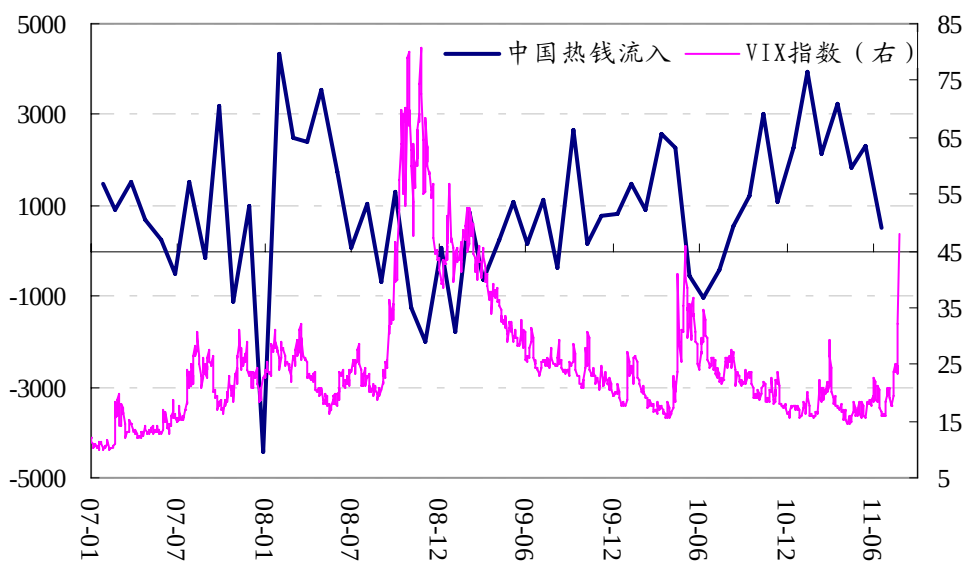
一、全球风险加剧，外汇占款流出

全球风险加剧，VIX 指数大幅上升，大类资产配置将加大安全资产配置比例。在全球资产配置的风险谱系中，中国资产属于风险较高的资产，因而美债危机引发的全球金融市场动荡，中国资产的配置比例很可能被下调，表现为资金的外流。

历史上，VIX 指数的上升往往指示热钱的流出，近期 VIX 出现飙升，7 月 20 日为 19，8 月 5 日升至 32，8 月 8 日进一步飙升至 48，这很可能预示着未来热钱的外流。

图 1 热钱流入、VIX 指数

左轴：亿美元 右轴：1



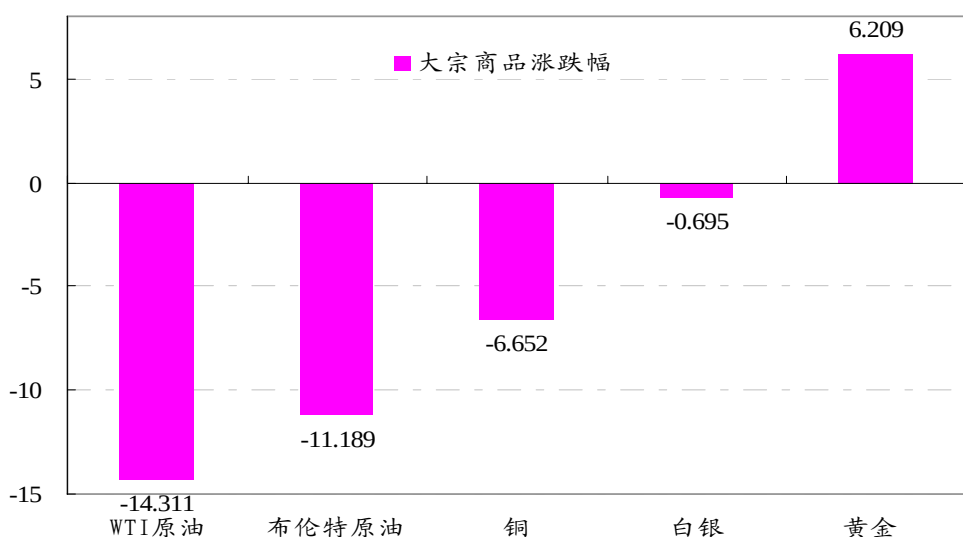
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

二、大宗商品下跌，国内通胀见顶

美债危机向纵深发展，原油、铜等大宗商品暴跌，黄金上涨，与黄金关联度较高的白银微跌。大宗商品的暴跌一方面预示着全球经济增长的忧虑，另一方面也促使通胀掉头向下。

图 2：原油、铜、黄金、白银

单位：%



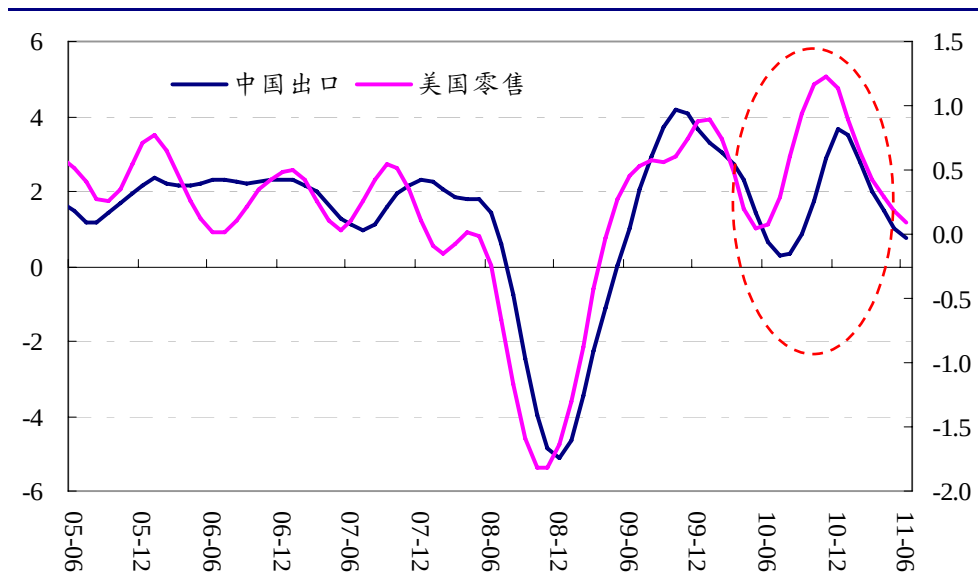
数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

三、国内经济放缓通胀回落

美国的零售大约领先中国出口一个月，我们预计美国经济下半年增长将停滞，美国国内消费亦将停滞，因此很可能从9月开始中国的出口将面临困境，增速将低于10%。

图 3：美国零售、中国出口季调趋势环比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国商务部，中国海关总署

我们对三四季度的中国出口增速作了情景假设，根据我们的悲观假设，即美国在三、四季度陷入衰退，那么中国出口增速将下降至0%，按照中性假设，即美国降级在三、四季度停滞，那么中国出口增速将下降至8%。

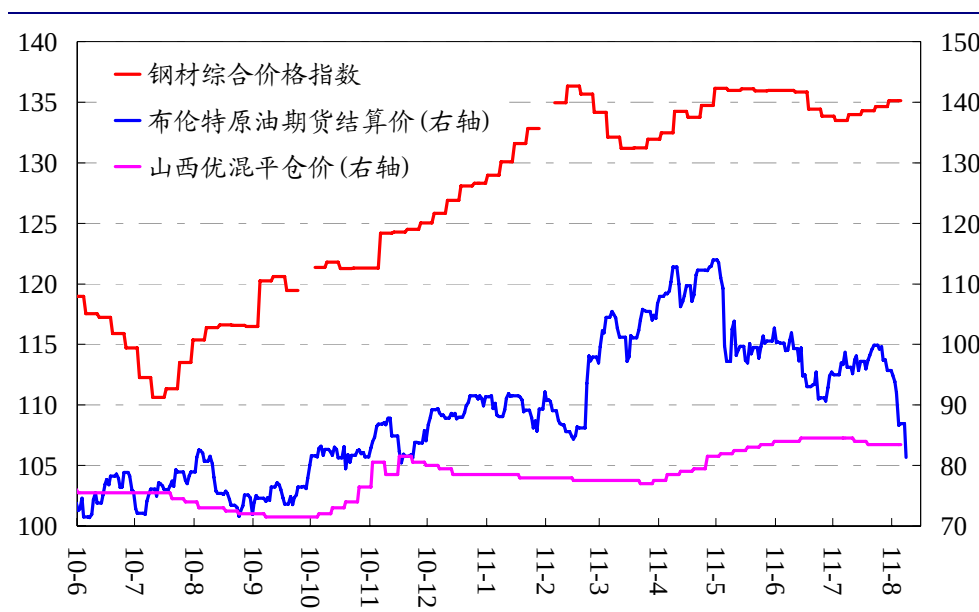
表 1：2011 年下半年中国出口增速预测

单位：%

下半年美国 GDP 环比折年增速假设	中国出口增速
1	15
0	8
-3	0

全球大宗商品价格的下降，以及持续的紧缩货币政策，国内通胀已然见顶。大宗商品价格下跌通过 PPI—CPI 非食品部分，传导到整个国内物价，同时经济放缓也伴随着物价的回落。

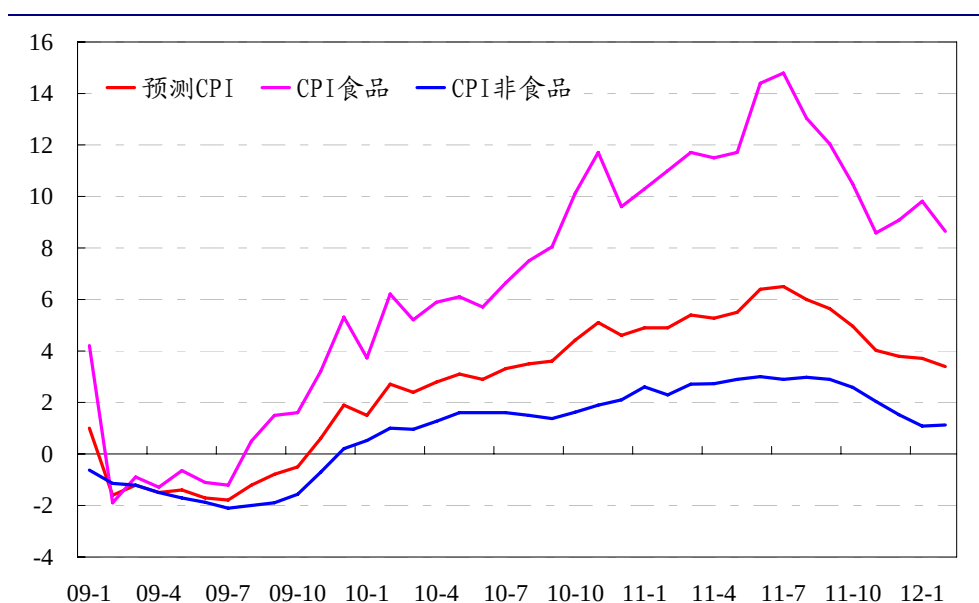
图 4 螺纹钢期货结算价、Brent 原油期货结算价、山西优混煤平仓价
 单位：元/吨(左轴)；美元/桶（原油） 十元/吨（煤）(右轴)



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

图 5 CPI、食品、非食品同比预测

单位：%



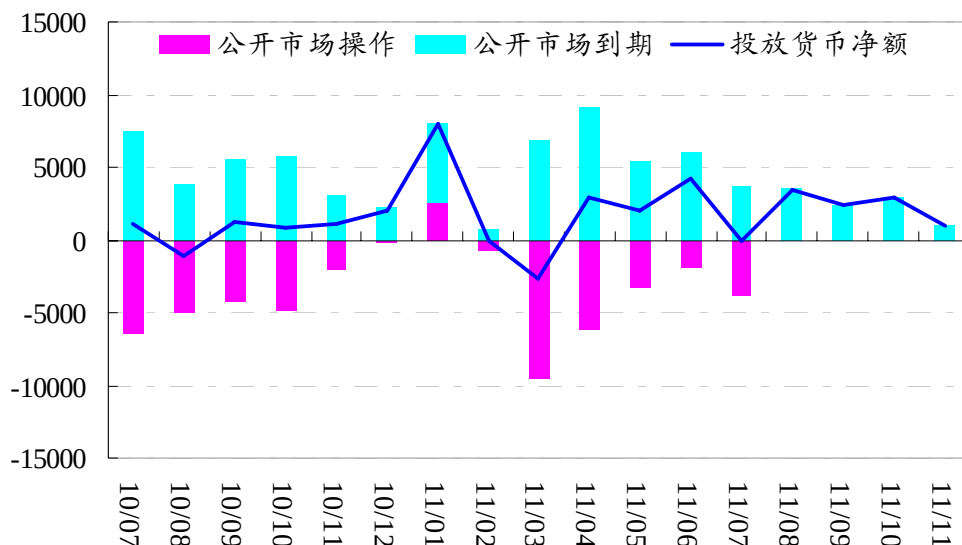
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

四、从紧货币政策或受冲击

在通胀见顶、经济放缓的背景下，如果热钱大幅度外流，目前从紧的货币政策或受挑战。由于 8 月-11 月央行公开市场到期资金分别为 3500 亿、2400 亿、3000 亿和 1000 亿，与 2011 年上半年月均超过 6000 亿的水平相去甚远，央行“被动式”货币投放力度有限。

图 6: 公开市场操作、到期

单位: 亿元



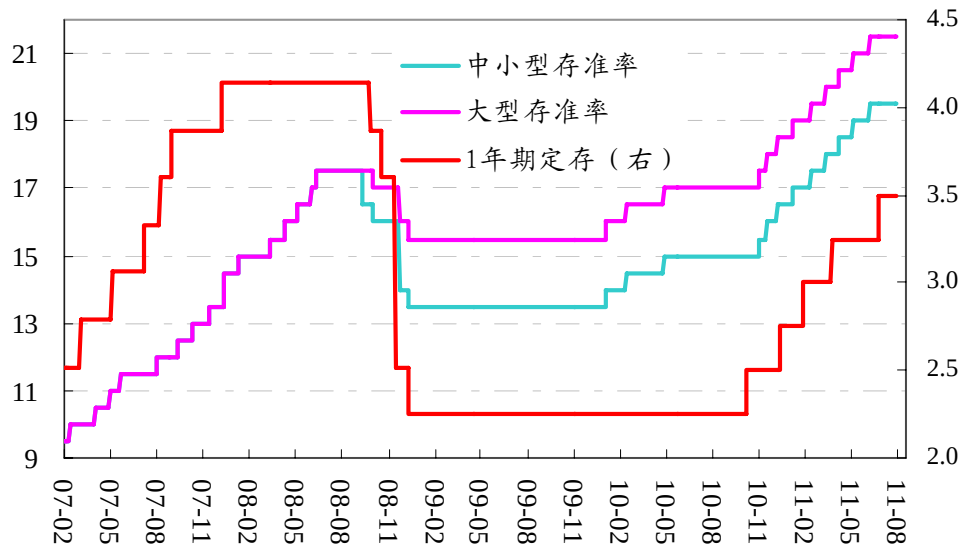
数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

从 8 月 9 日国务院常务会议内容看, 管理层高度重视当前国际金融市场的动荡, 指出世界经济复苏存不确定性、不稳定性, 要研究制定措施应对金融动荡, 要冷静观察, 沉着应对, 做好防范风险的准备。

因此, 如果经济放缓和热钱流出的态势确立、同时公开市场到期资金有限, 那么未来央行或被迫下调处于历史高位的金融机构存款准备金率, 以应对经济放缓和热钱外流。

图 7: 存准率、1 年期定存

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 人民银行

作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

王虎:

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其它机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		