

宏观经济研究(2011年8月)

美元超宽松和高贸易顺差加大人民币升值压力

刘朝晖 分析师

电话: 020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

执业编号: S0260511020003

8月初以来,人民币对美元升值明显加快。人民币对美元汇率由7月底的6.444元/美元升值至8月11日的6.399元/美元。主要原因有四方面,一是美国债务上限的提高以及标普下调美国债务评级导致美元贬值预期增强,从而导致人民币升值压力加大。债务上限提高短期将导致美国政府发债量增加,而债务评级下调则表明评级机构对于美国政府削减赤字的决心、政策力度和进程以及美国债务负担的中长期趋势评估不乐观。这样,如果债务负担加重不仅是短期问题,而且还将成为中长期问题,债务继续膨胀将对美元构成贬值压力。当前美元指数波动幅度不大,主要原因是欧债危机扩展至意大利、西班牙和法国等重量级国家,欧债问题的严重性并不低于美国债务危机,两害取其轻,避险需求支撑了美元指数。二是近日美联储宣布当前超低利率将继续维持两年至2013年中期,美联储这种表态导致第三轮量化宽松(QE3)推出的预期增强,这意味着美联储已经做好通过更多印制美元来为继续膨胀的国债融资的准备。去年11月美国推出QE2以来,我国各月新增外汇占款持续高位运行,一方面压迫人民币升值,另一方面则导致央行密集上调存款准备金率以对冲过剩流动性。因此,QE3推出预期上升将导致人民币升值压力继续加大。三是过去两个月,我国单月贸易顺差持续快速回升,导致人民币升值压力加大。单月贸易顺差由5月的130.5亿美元上升至6月的222.7亿美元和7月的314.8亿美元,为2009年1月以来的单月高点。

出口增长内在动力仍然强劲

今年上半年,我国出口增速由3月的35.8%持续回落至6月的17.9%。出口增速持续回落曾引起中央的关注,中央政治局7月22日会议提出下半年要保持外贸政策基本稳定,促进出口稳定增长。7月份出口当月同比增速由上月的17.9%反弹至20.4%,进口增速由上月的19.3%反弹至22.9%。在美欧经济复苏动力明显减弱背景下,7月份出口增速反弹表明出口增长内在动力仍然强劲,出口减速忧虑缓和。从当前情况来看,尽管8月以来美欧债务危机明显升级,但形成2008年那样金融危机可能性较小,对我国出口冲击程度有限。

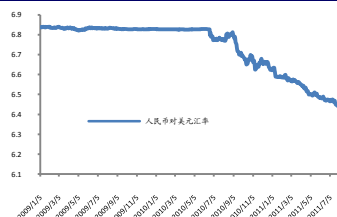
贸易顺差大幅上升的驱动因素

过去两个月贸易顺差连续大幅上升的驱动因素主要来自两方面,一是加工贸易顺差强劲增长;二是一般贸易差额由逆差转为顺差,并且顺差继续扩大。加工贸易出口增速由5月的10.8%回升至6月的11.9%和7月的13%。加工贸易顺差由5月的276.6亿美元上升至6月的312.3亿美元和7月的348.9亿美元。一般贸易差额由5月份的44.5亿美元逆差转为6月份的7.8亿美元和7月份的46.7亿美元顺差。一般贸易顺差扩大的原因之一是紧缩力度加大导致原料进口减弱,同时内需减弱反过来刺激工业产品由内销转向出口。

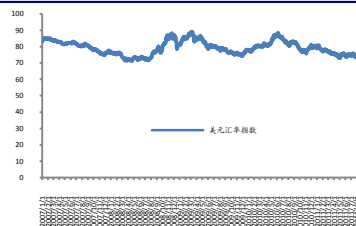
2011年7月经济数据

工业增加值同比增速(%)	14.0
CPI环比增幅(%)	0.5
CPI同比增幅(%)	6.5
PPI同比增幅(%)	7.5

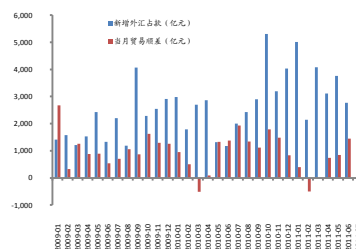
人民币对美元汇率走势



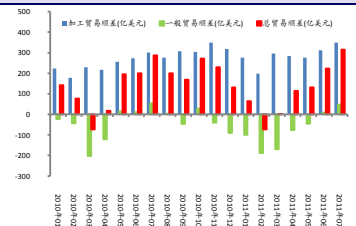
美元汇率指数走势



当月新增外汇占款和贸易顺差



加工贸易顺差和一般贸易顺差



8月初以来,人民币对美元升值明显加快。人民币对美元汇率由7月底的6.444元/美元升值至8月11日的6.399元/美元。主要原因有四方面,一是美国债务上限的提高以及标普下调美国债务评级导致美元贬值预期增强,从而导致人民币升值压力加大。债务上限提高短期将导致美国政府发债量增加,而债务评级下调则表明评级机构对于美国政府削减赤字的决心、政策力度和进程以及美国债务负担的中长期趋势评估不乐观。这样,如果债务负担加重不仅是短期问题,而且还将成为中长期问题,债务继续膨胀将对美元构成贬值压力。当前美元指数波动幅度不大,主要原因是欧债危机扩展至意大利、西班牙和法国等重量级国家,欧债问题的严重性并不低于美国债务危机,两害取其轻,避险需求支撑了美元指数。二是近日美联储宣布当前超低利率将继续维持两年至2013年中期,美联储这种表态导致第三轮量化宽松(QE3)推出的预期增强,这意味着美联储已经做好通过更多印制美元来为继续膨胀的国债融资的准备。去年11月美国推出QE2以来,我国各月新增外汇占款持续高位运行,一方面压迫人民币升值,另一方面则导致央行密集上调存款准备金率以对冲过剩流动性。因此, QE3推出预期上升将导致人民币升值压力继续加大。三是过去两个月,我国单月贸易顺差持续快速回升,导致人民币升值压力加大。单月贸易顺差由5月的130.5亿美元上升至6月的222.7亿美元和7月的314.8亿美元,为2009年1月以来的单月高点。

图 1: 人民币对美元汇率走势

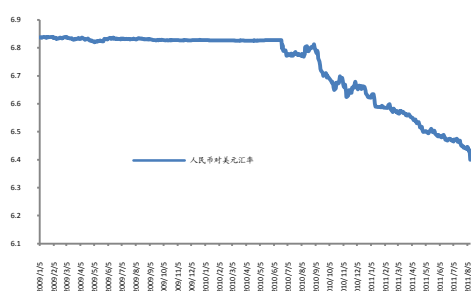
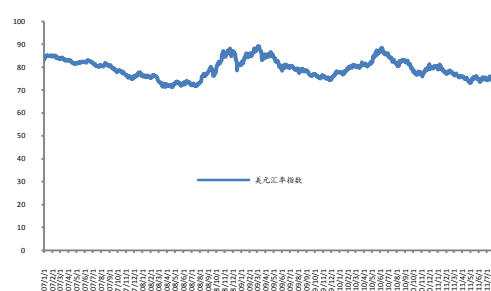


图 2: 美元指数指数走势



数据来源: wind 数据

图 3: 当月新增外汇占款和贸易顺差

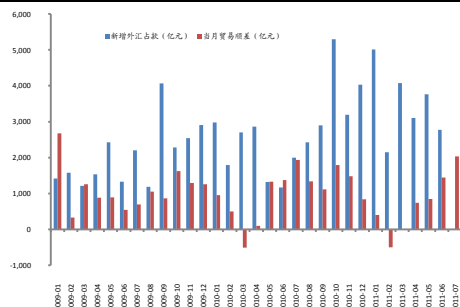
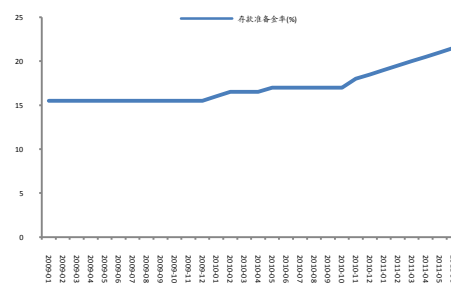


图 4: 各月金融机构存款准备金率



数据来源: wind 数据

出口增长内在动力仍然强劲

今年上半年,我国出口增速由3月的35.8%持续回落至6月的17.9%。出口增速持

续回落曾引起中央的关注，中央政治局7月22日会议提出下半年要保持外贸政策基本稳定，促进出口稳定增长。7月份出口当月同比增速由上月的17.9%反弹至20.4%，进口增速由上月的19.3%反弹至22.9%。在美欧经济复苏动力明显减弱背景下，7月份出口增速反弹表明出口增长内在动力仍然强劲，出口减速忧虑缓和。从当前情况来看，尽管8月以来美欧债务危机明显升级，但形成2008年那样金融危机可能性较小，对我国出口冲击程度有限。

图 5：进出口当月同比增速（%）

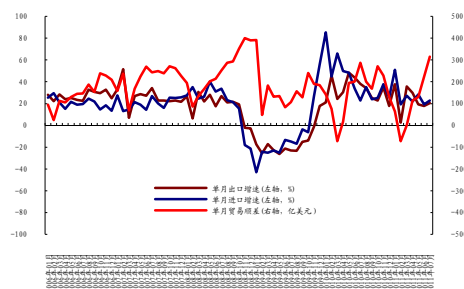
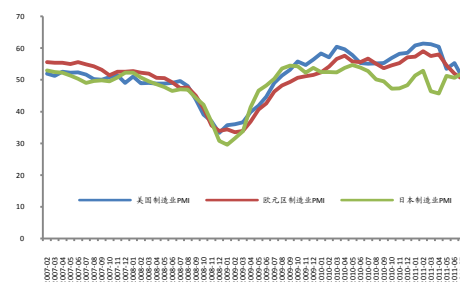


图 6：美欧日制造业 PMI 指数



数据来源：wind 数据

图 7：加工贸易顺差和一般贸易顺差

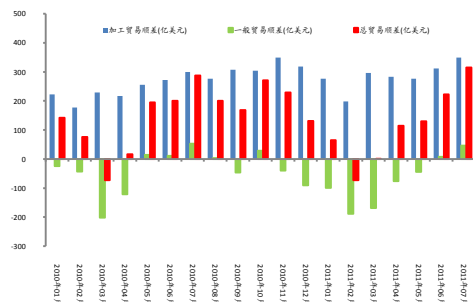
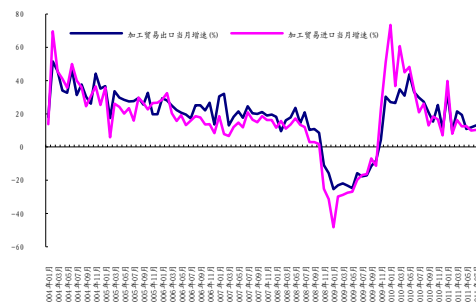


图 8：加工贸易进口和出口当月同比增速



数据来源：wind 数据

贸易顺差大幅上升的驱动因素

过去两个月贸易顺差连续大幅上升的驱动因素主要来自两方面，一是加工贸易顺差强劲增长；二是一般贸易差额由逆差转为顺差，并且顺差继续扩大。加工贸易出口增速由5月的10.8%回升至6月的11.9%和7月的13%。加工贸易顺差由5月的276.6亿美元上升至6月的312.3亿美元和7月的348.9亿美元。一般贸易差额由5月份的44.5亿美元逆差转为6月份的7.8亿美元和7月份的46.7亿美元顺差。一般贸易顺差扩大的原因之一是紧缩力度加大导致原料进口减弱，同时内需减弱反过来刺激工业产品由内销转向出口。

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。
胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: hj13@gf.com.cn, 020-87555888-653。

相关研究报告

美欧债务危机短期难改我国紧缩政策连续性	刘朝晖	2011-08-10
紧缩政策主基调未变，经济将继续平稳减速	刘朝晖	2011-08-03
新开工项目计划总投资增速回升，缓和投资增速下滑压力	刘朝晖	2011-07-22

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 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			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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。