

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《Fed 宽松立场放纵全球资金风险偏好》2011-05-03

《债务痼疾困扰, 资金继续流出发达市场》2011-04-25

《不畏浮云遮望眼》2011-04-18

《全球市场走进资金的“春天里”》
2011-04-10

《全球资金流向或酝酿趋势性变化》
2011-03-30

《日本地震将引全球资金避险情绪升级》2011-03-15

《地缘政治搅动全球市场一池春水》
2011-03-09

《地缘政治引国际油价大涨, 发达市场
资金流向分化》2011-02-18

《回流拐点已现, 新兴市场资金涅槃》
2011-02-14

《通胀利剑高悬, 新兴市场“逆回流”
加速》2011-01-17

全球资金流向周报

在等待中期待

■ 主要观点

- **经济衰退预期有所舒缓, 资金继续回流。**上周全部国家和地区股票市场基金净流入资金 65.96 亿美元, 幅度较前一周有所放大, 而新兴、发达市场继续呈现结构性的分化态势。原因有两点: 一是美国最新公布的制造业和、汽车销售、个人消费支出等数据好于预期; 二是美联储出台进一步的货币刺激政策仍然值得期待
- **通胀和经济放缓风险令政策陷两难, 资金撤离新兴市场。**上周三巴西央行货币政策的转向凸显了新兴经济体在通胀和经济放缓风险下的政策两难, 此外, 疲弱的全球经济以及挥之难去的衰退忧虑也使得资金对风险资产的偏好降低, 上周五大新兴地区延续资金外流趋势, 预计近期内新兴市场依然是资金净流出态势
- **在等待中期待, 资金回流发达市场。**近两周公布的美国宏观经济数据从消费者支出到工业生产数据均显示出经济仍具备内在的增长动能, 虽然资金对美国经济衰退的忧虑仍未完全纾解, 但央行峰会上伯南克的开放态度使全球资金对美联储出台进一步的货币刺激计划充满期待, 发达市场结构性回流幅度有所扩大
- 从目前“弱化好消息、放大坏消息”的表现来看, 全球资金的情绪还较为脆弱, 但整体上已度过恐慌期, 风险偏好有所恢复, 近期对于美政府以及美联储进一步就业和经济刺激计划出台的期待将给资金情绪提供支撑

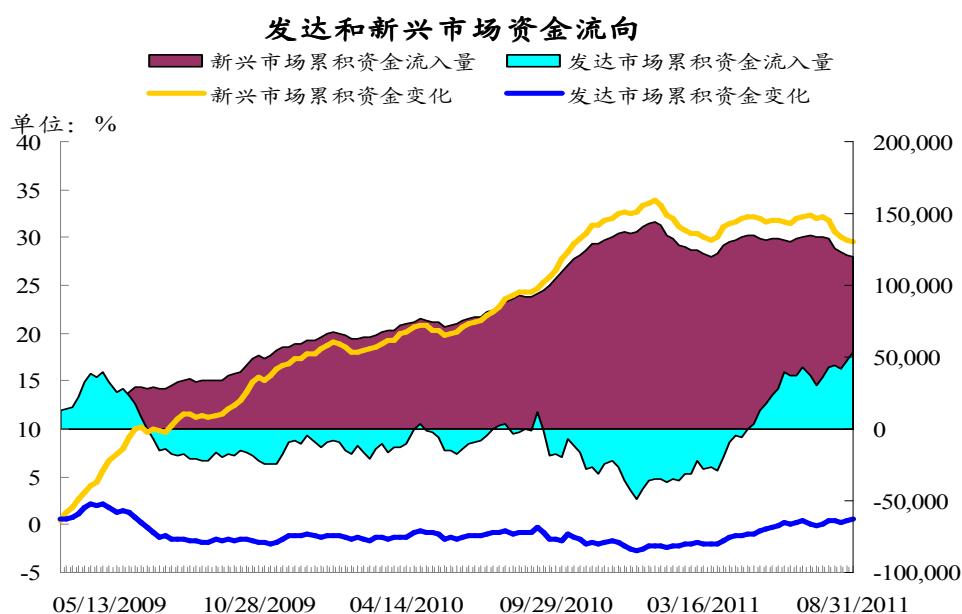
■ 风险提示:

欧美等经济体削减赤字等财政整顿措施引发全球经济增长放缓乃至衰退

经济衰退预期有所舒缓，资金继续回流

上周, EPFR 追踪的全部国家和地区股票市场基金净流入资金 65.96 亿美元, 净流入幅度比前一周的 21.77 亿美金有所放大, 新兴市场和发达市场继续呈现结构性的分化态势, 新兴市场依然资金净流出, 但比上周放缓至 4.59 亿美元, 发达市场资金净流入 70.59 亿美元, 较前一周增加 28.89 亿美元。资金的整体净流入主要是由于美国近期公布的制造业、汽车销售、个人消费支出等数据使资金对美经济衰退的忧虑有所缓解, 而美经济整体的疲弱态势也使资金对美联储出台进一步的货币刺激政策充满期待。

图 1: 新兴市场和发达市场上周资金流动

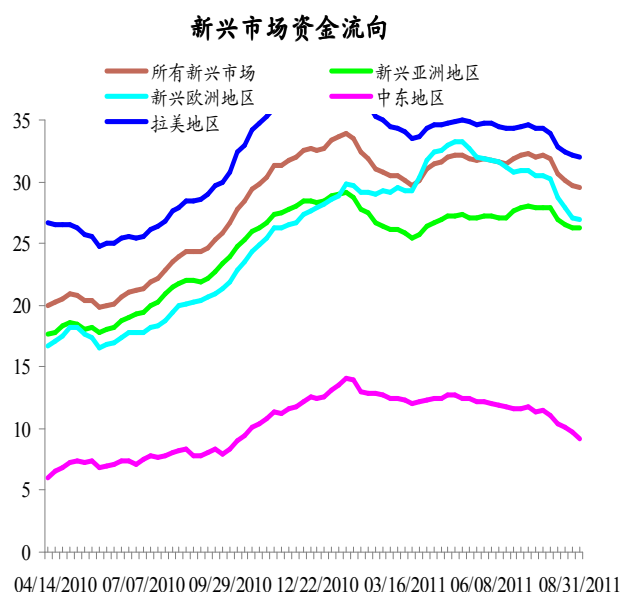


资料来源: EPFR、中投证券研究所

通胀和经济放缓风险令政策陷两难，资金撤离新兴市场

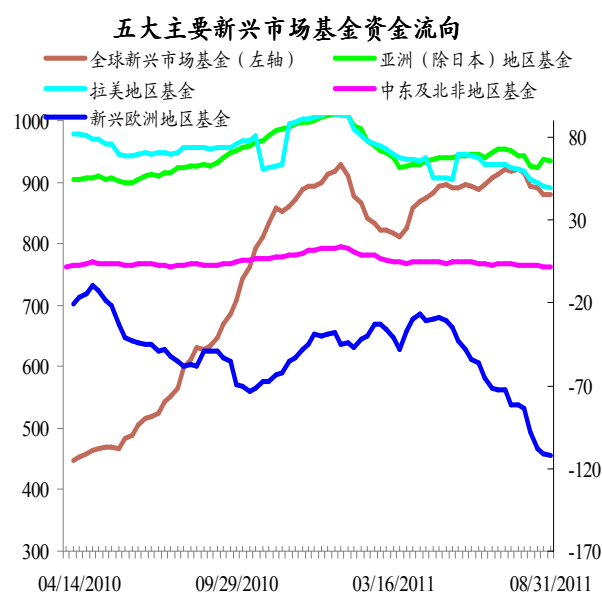
上周(截止 8 月 31 日), 新兴市场净流出资金 4.59 亿美元, 较此前一周的 20.2 亿美元明显放缓。上周, 五大新兴地区延续资金外流趋势, 除中东地区外, 其他四大新兴地区外流幅度回落明显, 其中, 新兴亚洲、新兴欧洲呈现连续 7 周的资金净流出, 中东、拉美及所有新兴市场则遭遇连续 5 周的资金外流。从五个主要新兴市场股票基金流向来看, 整体呈现流出态势。全球新兴市场基金没能延续上周资金流入趋势; 新兴欧洲基金和拉丁美洲基金净流出幅度较上周有所回落; 除日本外亚洲基金资金流出有扩大趋势; 而中东及北非基金资金净流出主要源于配置在北非的资金撤离, 拉丁美洲基金、新兴欧洲基金已分别连续第 8 周、第 16 周资金外流。

图 2：五大新兴地区均资金净流出



资料来源：EPFR、中投证券研究所

图 3：五大新兴市场基金均资金净流出

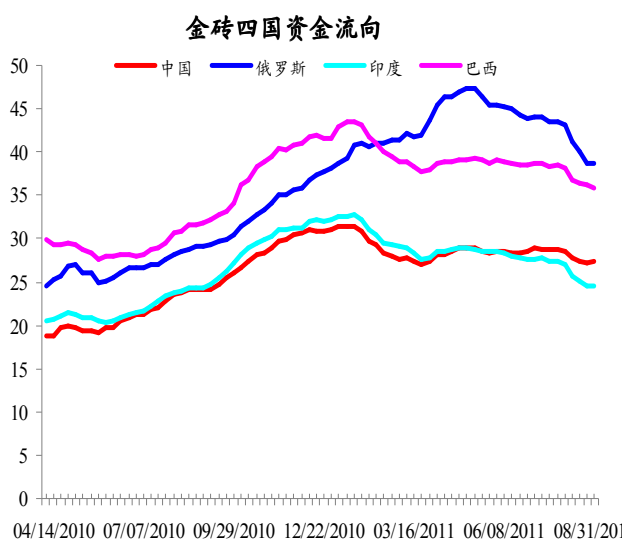


资料来源：EPFR、中投证券研究所

国家和地区方面，金砖四国资金流出态势放缓，其中中国在呈现连续7周的资金外流后，本周呈现资金净流入。俄罗斯呈现连续8周的资金外流，但和印度一样，资金净流出量较上周明显下降，巴西资金外流量则超过俄罗斯，位居四国之首，但外流幅度较上周也有所回落。

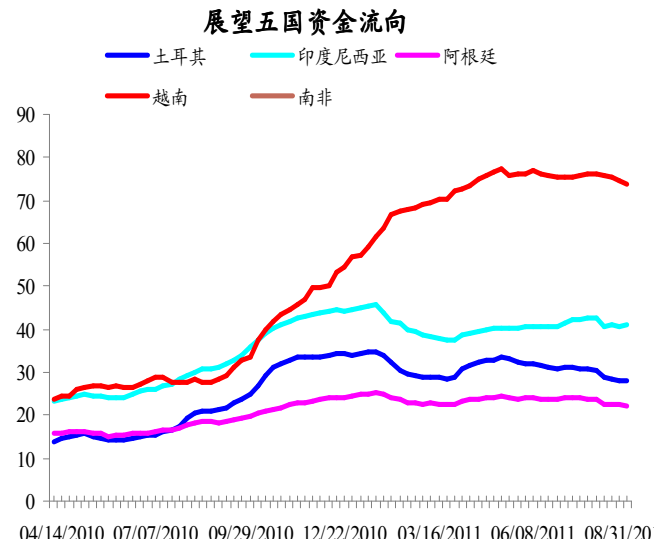
展望五国中印度尼西亚本周呈现资金净流入，其余都遭遇温和的资金流出。除越南流出量连续两周上升外，其余四国均延续外流幅度回落趋势。

图 4：“金砖四国”除中国外均资金净流出



资料来源：EPFR、中投证券研究所

图 5：“展望五国”除印尼外均呈现资金净流出



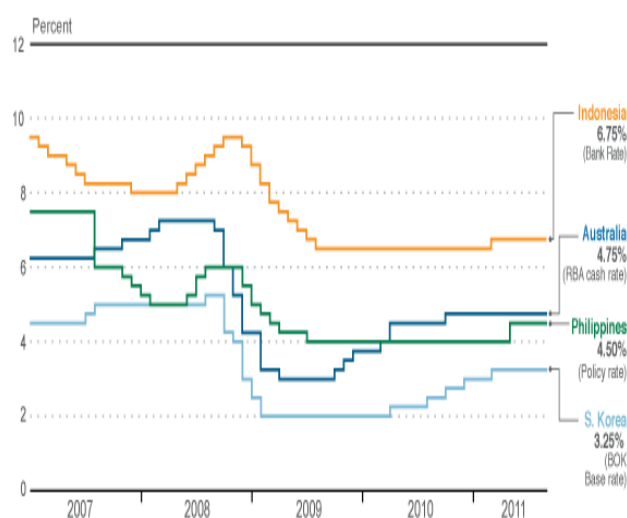
资料来源：EPFR、中投证券研究所

上周三晚，巴西中央银行货币政策委员会决定将银行基准利率从原来的12.5%下调到12%，这是巴西中央银行在金融危机以来连续加息后首次降低基

准利率。作为新兴市场国家的重要一员，巴西的此次降息决定是在通胀并未见顶的情况下作出的，这释放了明显的货币转向信号，也凸显了新兴经济体在通胀和经济放缓风险下的政策两难。

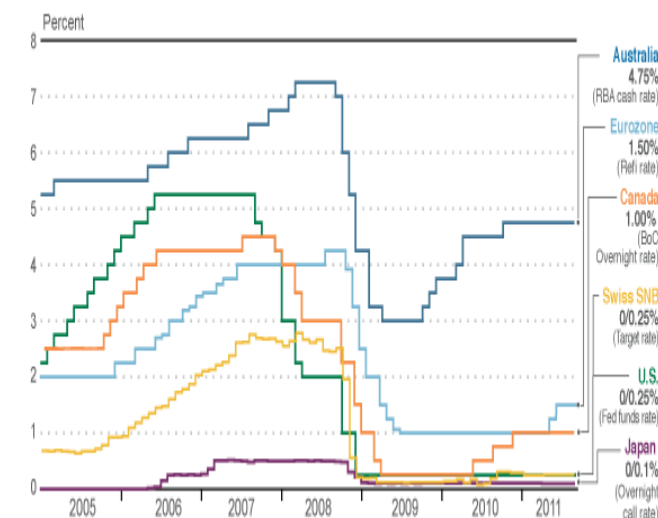
二季度末以来，欧美债务危机引发金融市场动荡打击企业和消费者信心以及随之而来的财政整顿计划可能拖累脆弱的经济进一步放缓，欧美主要经济体经济增长的不确定性给新兴市场国家的经济增长蒙上一层阴影。另一方面，美联储的长期超低利率的承诺，为刺激经济可能采取的进一步资产结构调整或资产购买将全球拉入了“低利率、高通胀”的环境，使得新兴经济体面临的通胀形势更加复杂和严峻。本周五公布的美国非农就业数据显示就业限于停滞，这使得美联储新一轮买债计划的概率增大，新兴市场面临着新一轮由商品价格推动的通胀压力。因此，欧美发达国家不同的是，新兴市场在经济放缓风险之外，还持续面临着高通胀，其货币政策等又相对缺乏独立性，双重威胁下的“政策两难”使得资金对新兴经济体的经济和通胀前景都不乐观，此外，疲弱的全球经济以及挥之难去的衰退忧虑使得资金对风险资产的偏好降低，预计近期内新兴市场依然是资金净流出的态势。

图 6：主要新兴经济体利率



资料来源：EPFR、中投证券研究所

图 7：主要经济体利率

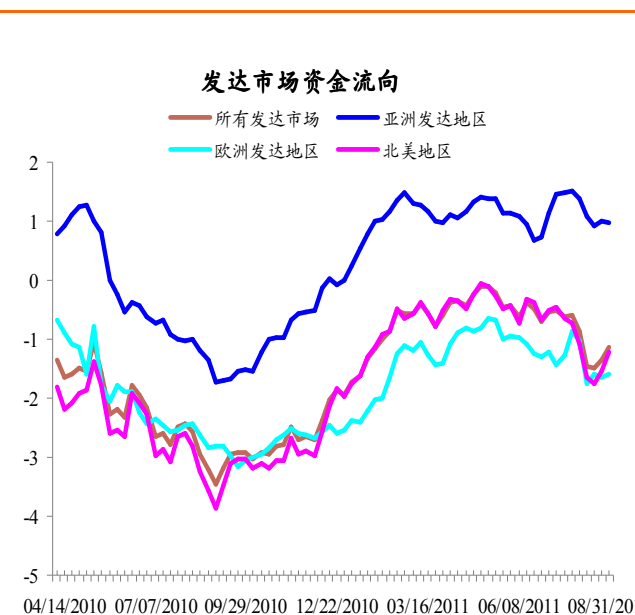


资料来源：EPFR、中投证券研究所

在等待中期待，资金回流发达市场

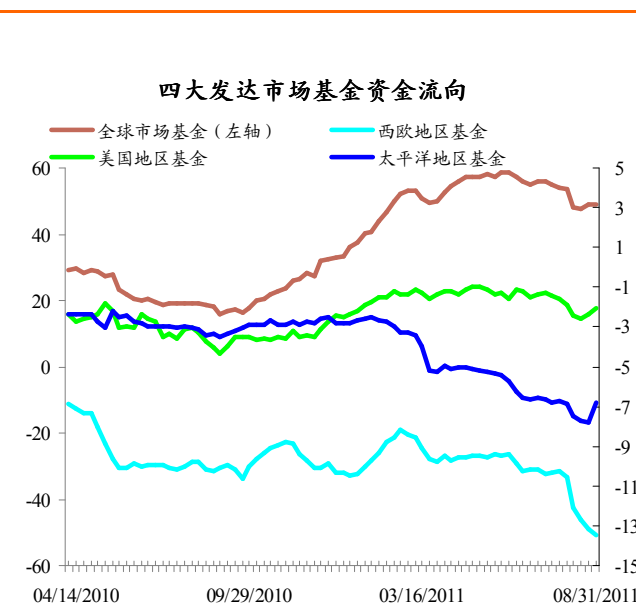
对欧美财政整饬和赤字削减计划将拖累经济增长的担忧是前期导致全球资金撤离的主要因素，近两周美国公布的宏观经济数据好坏参半，从消费者支出到工业生产数据均显示出经济仍具备内在的增长动能，虽然资金对美国经济衰退的忧虑仍未完全纾解，但央行峰会上伯南克的开放态度使资金对美联储出台进一步的货币刺激计划充满期待，发达市场上周净流入资金 70.59 亿美元，比上周流入幅度扩大。

图 8：四大发达地区除发达亚洲外均资金净流入



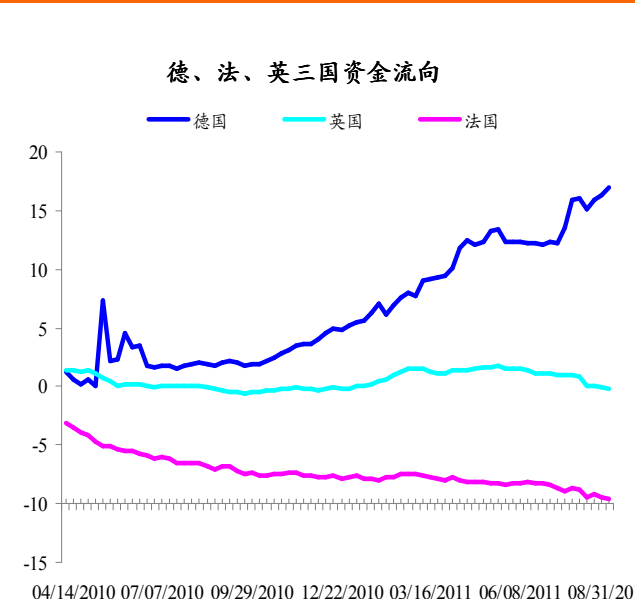
资料来源：EPFR、中投证券研究所

图 9：美国基金、太平洋基金资金净流入



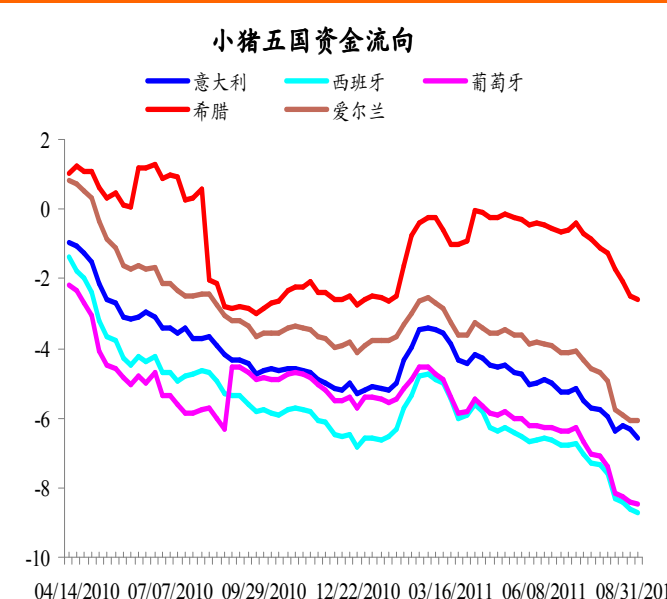
资料来源：EPFR、中投证券研究所

图 10：英、法均资金净流出，德资金净流入



资料来源：EPFR、中投证券研究所

图 11：“小猪五国”均遭遇资金净流出



资料来源：EPFR、中投证券研究所

四大发达市场股票基金方面，分化比较明显。美国基金继续上周资金流入态势且幅度有所上升；太平洋基金在呈现连续 4 周资金外流的局面后本周资金净流入；西欧基金、全球基金均呈现资金净流出，其中西欧基金已连续 5 周资金外流，但外流有回落趋势，主要体现在配置在英国的资金撤离。

从国家来看，日本、法国本周仍均遭遇资金外流，但幅度较上周有所回落，英国连续 8 周资金净流出，而美国、德国资金继续呈现净流入态势。

四大发达地区中，除发达亚洲之外，均呈现资金流入态势，且流入幅度较上周有所扩大。

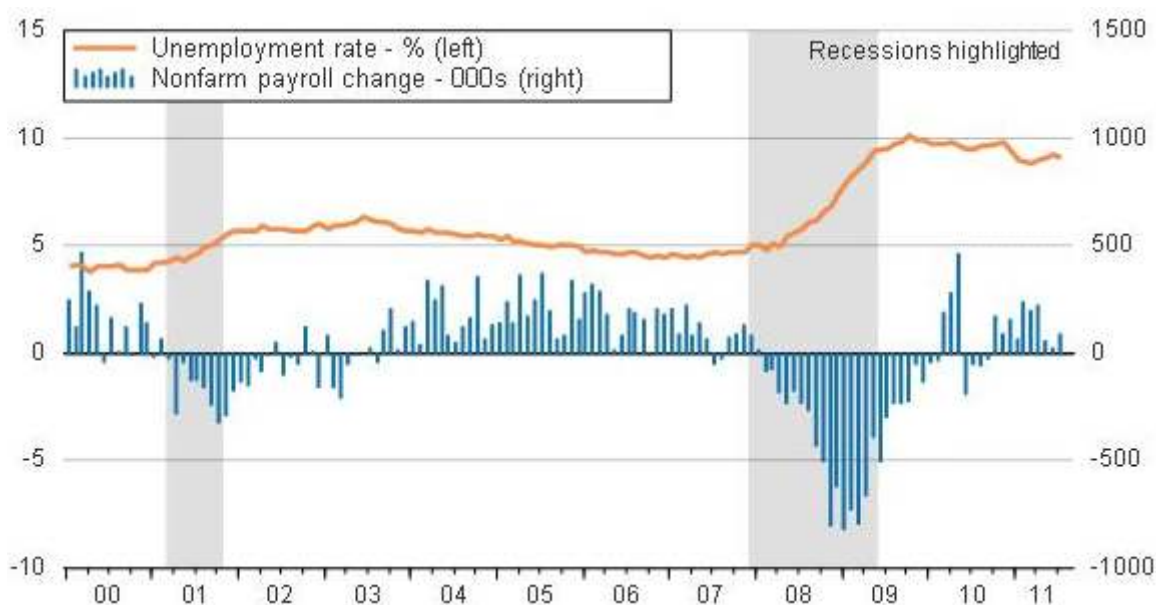
欧洲方面，小猪五国均遭遇资金外流。意大利本周资金外流幅度放大，资金外流量超过西班牙跃居五国之首，其余四国外流幅度较上周有放缓趋势。

在等待中期待

对欧美主要经济体经济衰退的忧虑是影响全球资金风险偏好和流向的三大因素之一（见报告《踟躅迟疑中的全球资金》）。整体上美国经济虽依然处于缓慢增长轨道，但消费者支出相对强劲以及工业品的持续需求使美国经济衰退的风险较小。

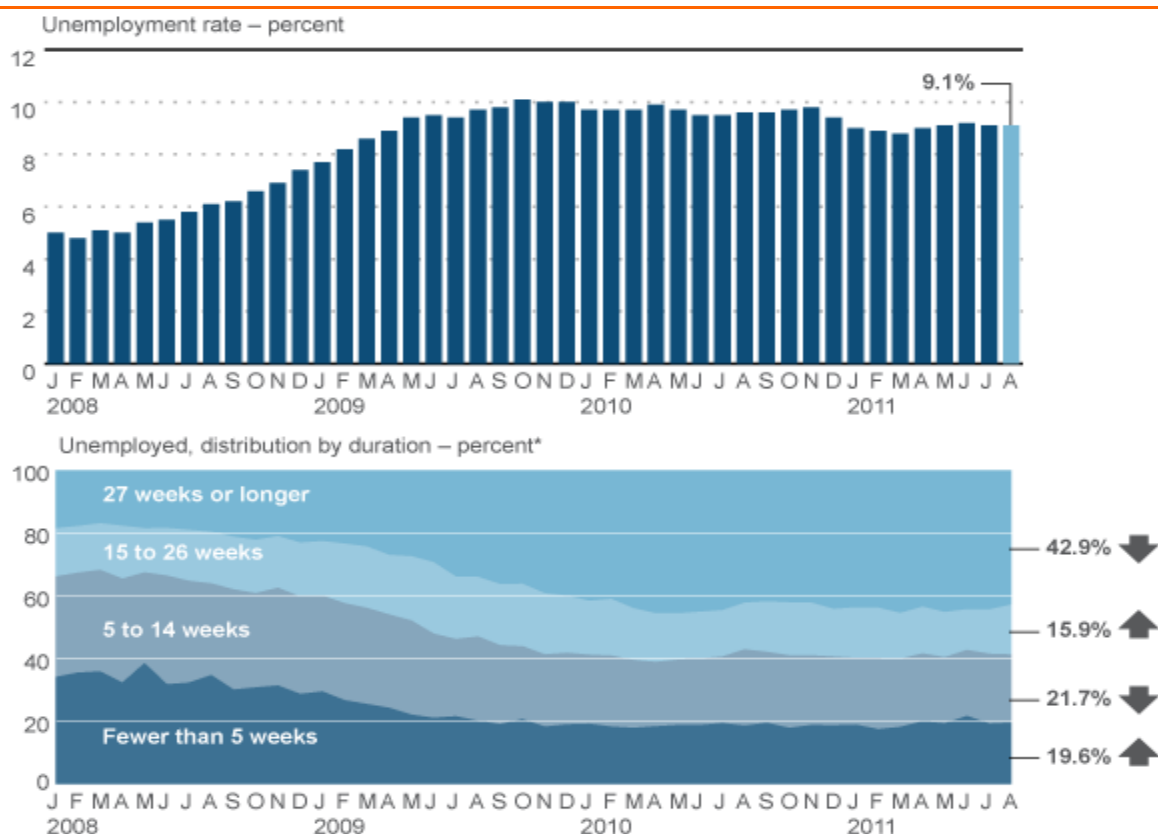
第一、信心下滑及 Verizon 员工罢工拖累是美国非农就业零增长的两大主因。8 月份，美国劳动部公布的就业报告显示非农就业岗位零增长，而失业率仍然保持在 9.1% 的高位，这是一年以来，美国就业岗位首次没有增加。8 月份非农就业零增长的一个主要因素是 Verizon 员工罢工，扣除这个因素影响，8 月就业岗位可能增加逾 2 万。目前，美就业增长步伐整体上来讲比较疲弱，并且出现平均工作时间、时薪下降以及失业时间拉长，招聘活动放缓，生产率下降以及劳动力成本上升等迹象，但是，8 月份的停滞主要是受偶然因素影响，另外初请失业金人数也较为稳定，且并无企业裁员回升迹象，预计 9 月份的非农就业会有所恢复。

图 12：8 月份美国非农就业零增长



资料来源：Thomson Reuters、中投证券研究所

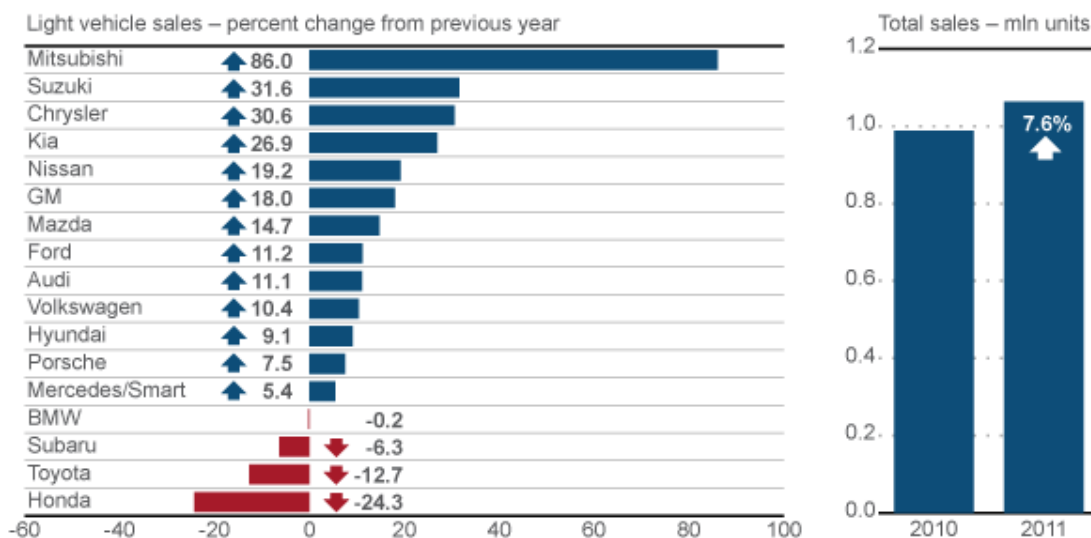
图 13: 美国失业率为 9.1%，失业时间超过 27 周的降至 42.9%



资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

第二、汽车销售强劲显示消费者并未大幅削减开支。美国 8 月汽车销售年率为 1,212 万辆，较上年同期增长近 8%，较 7 月增长 1%。在目前经济存在严重不确定性之际，汽车行业的销售情况表明大件商品的购买需求保持稳定，这表明虽然消费者信心重挫，但消费者并未大幅削减开支，而个人消费支出的较强表现也印证了这一点。

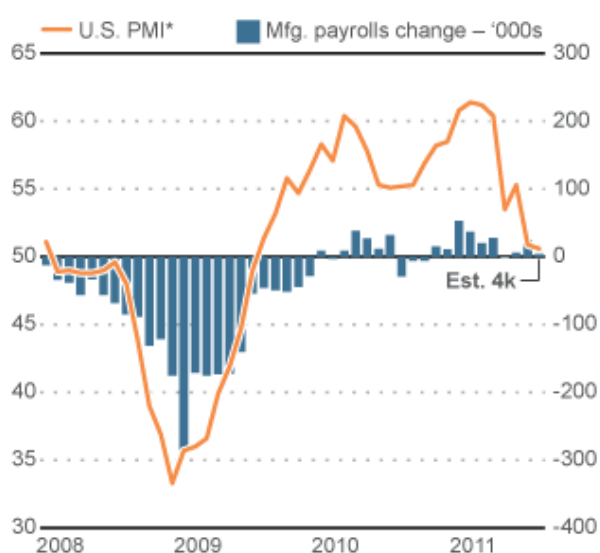
图 14: 美国 8 月汽车销售较上年同期增长近 7.6%



资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

第三，美国的制造业仍在扩张。美国 8 月 ISM 制造业指数比上月微跌 0.3 个百分点至 50.6。虽然 ISM 生产、新订单和就业等分项指数表现疲弱，但其他数据中，汽车需求强劲令 7 月制造业订单需求强劲反弹，运输设备订单创 2003 年以来的最大涨幅，这表明美制造业仍在扩张。

图 15: 美国 PMI 显示制造业仍在扩张



资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

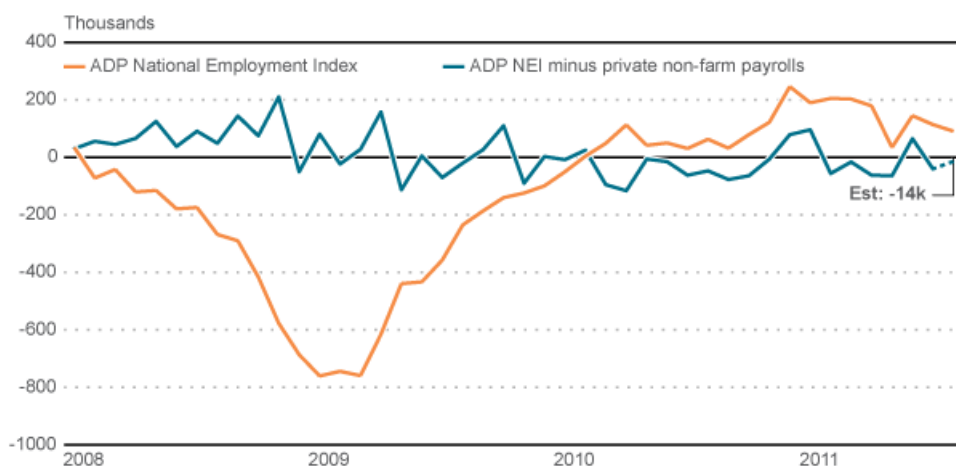
图 16: PMI 显示主要经济体制造业放缓



资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

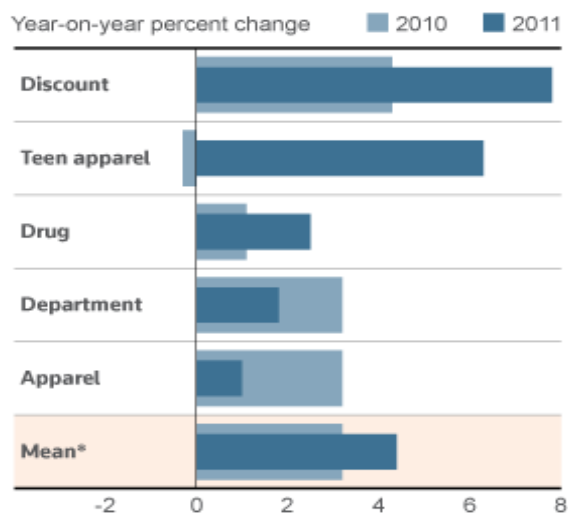
从美国的经济增长状况来看，美国经济增长衰退的风险很小，但经济整体而言是相当疲弱的，而周五非农就业数据的零增长也增大了美政府刺激就业、扶助经济的政策必要性，预计奥巴马将在周四的全国讲话中提出新的就业计划。就财政政策方面，刺激性支出受制于债务问题和政治博弈政策力度和空间可能较为有限，继而形成对本月 20 日美联储议息会议后进一步“宽货币”政策预期。虽然从目前“弱化好消息、放大坏消息”的表现来看，全球资金的情绪还较为脆弱，但是整体上已度过恐慌期，风险偏好有所恢复，近期对于美政府以及美联储进一步就业和经济刺激计划出台的期待将给资金情绪提供支撑。

图 17: 8 月 ADP 民间就业人数增加 9.1 万人，而 7 月为增加 11.4 万人。



资料来源: ADP、U.S. Labor Department、中投证券研究所

图 18: 8 月连锁店销售增长 4.4%，略低于市场预期增长 4.6%。

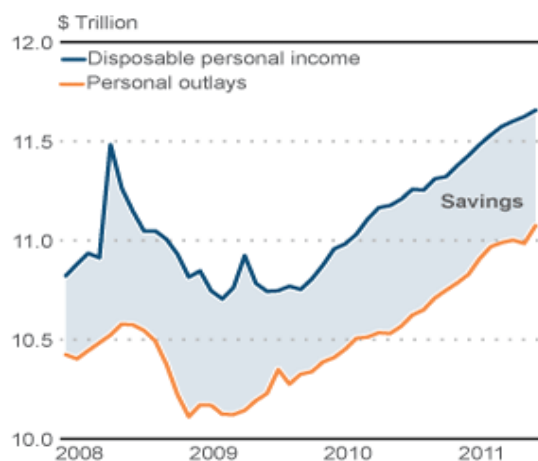


资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

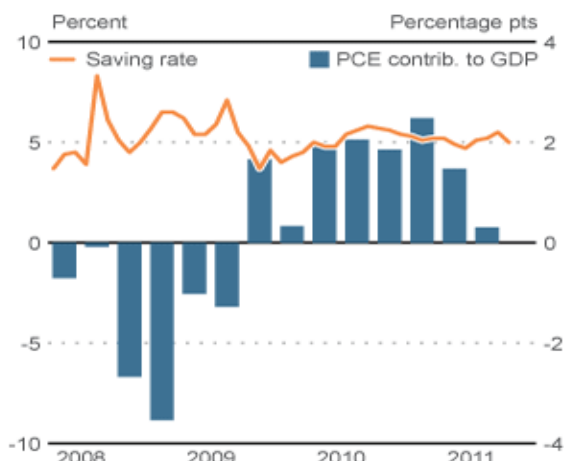


资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

图 19: 消费者支出因汽车需求强劲而增加 0.8%，创 5 个月的最大升幅

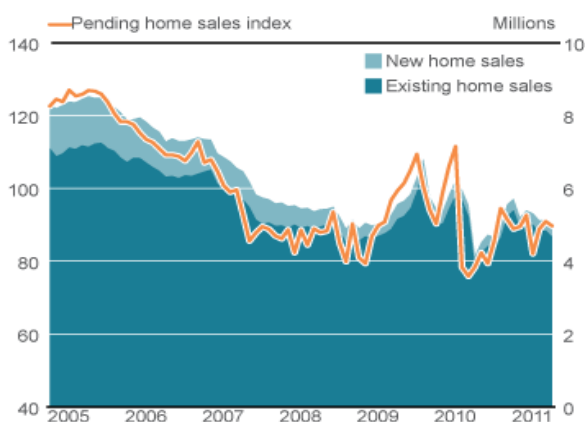


资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

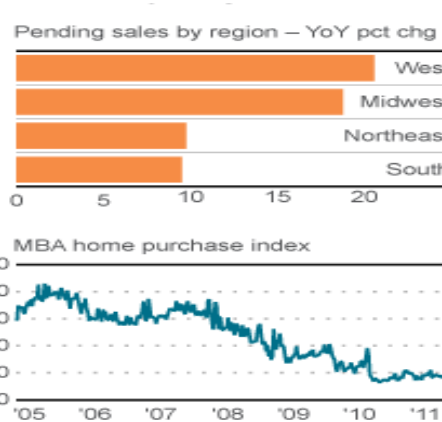


资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

图 20: 7 月成屋待完成销售将前月下降 1.3% 预示 8 月销售数据下降



资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所



资料来源: Thomson Reuters、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内

回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

张捷, 中投证券研究所宏观研究员, 中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、产业政策等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434

