

宏观经济研究 (2011 年 10 月)

出口增速下滑明显, 宏观紧缩政策步入结构性放松

刘朝晖 分析师

电话: 020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

执业编号: S0260511020003

欧债危机继续恶化, 全球经济下滑趋势增强, 导致我国出口需求减弱, 9 月份我国出口增速下滑明显, 由上月的 24.5% 下滑至 17.1%。针对出口下滑风险上升, 10 月 12 日国务院常务会议出台了支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施, 标志着中央正密切关注全球经济环境的变化, 宏观紧缩政策开始步入结构性放松。当前通胀仍然处于高位, 8 月份新增外汇占款回升至 3769 亿元的高位, 9 月份贸易顺差为 145.1 亿美元, 仍处于较高水平, 而人民币升值外部压力继续增大, 热钱流入压力仍将居高, 因此央行货币政策在总量层面仍将维持偏紧取向不变, 央行近期下调存款准备金率的可能性不大。

欧债危机升级导致我国出口增速下滑压力增大

9 月份我国出口环比下滑 2.1%, 从过去 7 年数据来看, 9 月份出口环比都是正增长, 因此, 今年 9 月份出口环比下滑表明外需在明显减弱。当前, 欧债危机仍处于恶化升级过程中, 如果救援政策继续犹豫不前, 欧债危机升级为银行危机, 信贷紧缩和欧美经济再度陷入衰退的风险将上升, 我国出口受到的冲击可能继续加大。而如果出口型中小企业大量停产倒闭, 我国就业压力将进一步增大。IMF、欧盟和欧洲央行组成的检查小组已明确将在 11 月中旬向希腊发放 80 亿美元的贷款。但针对希腊债务重组的共识也正在形成, 银行等金融机构需要立即承担 30-50% 的希腊债券资产减记损失。欧洲银行间借贷已经呈现枯竭趋势, 大规模补充银行资本金成为燃眉之急, 国际相关方面估计欧洲银行体系需要补充的资本金规模在 1000-2000 亿欧元之间。德、法两大核心国已就推出欧债危机全面拯救方案达成协议, 但两国之间仍然存在重大分歧, 法国希望动用 4400 亿欧元 EFSF 基金的一部分资金来补充银行资本金, 而德国方面坚持只有在市场融资和政府部门注资途径均走不通的情况下才能动用 EFSF 基金注资银行。德法救援方案具体内容有待月底前后公布。

央行近期下调存款准备金率的可能性不大

我们认为央行下调存款准备金率的可能性不大, 主要原因有三方面, 一是央行认为当前实际货币条件与经济平稳较快增长是相适应的, 8 月份, M2 同比增长 13.5%, 低于 16% 调控目标, 但央行认为 M2 的统计比实际状况有所低估, 主要归因于替代性的金融资产没有计入货币供应量。二是央行第三季度例会认为通胀压力有所缓解但仍处在高位, 继续强调把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。三是人民币升值外部压力再度增大可能导致热钱流入压力再度上升, 央行回收流动性压力仍然较大。10 月 11 日, 美国国会参议院通过了《2011 年货币汇率监督改革法案》。按照过去经验, 在外部压力增大情况下, 人民币升值步伐也会相应加快。8 月份外汇占款已经回升至高位, 而人民币升值预期新一轮上升可能导致外汇占款继续维持在较高水平。

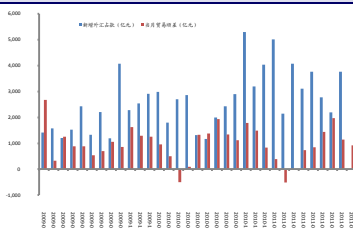
2011 年 9 月进出口数据

出口当月同比增速 (%)	17.1
进口当月同比增速 (%)	20.9
贸易顺差 (亿美元)	145.1

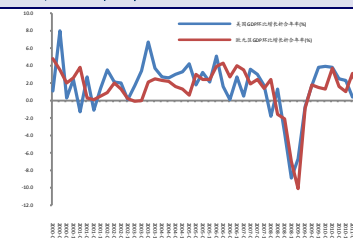
我国进出口当月同比增速



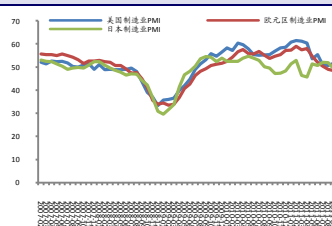
各月贸易顺差和新增外汇占款



美国和欧元区经济环比增速折合年率



美国和欧元区制造业 PMI 指数



欧债危机继续恶化，全球经济下滑趋势增强，导致我国出口需求减弱，9月份我国出口增速下滑明显，由上月的24.5%下滑至17.1%。针对出口下滑风险上升，10月12日国务院常务会议出台了支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施，标志着中央正密切关注全球经济环境的变化，宏观紧缩政策开始步入结构性放松。当前通胀仍然处于高位，8月份新增外汇占款回升至3769亿元的高位，9月份贸易顺差为145.1亿美元，仍处于较高水平，人民币升值外部压力继续增大，热钱流入压力仍将居高，因此央行货币政策在总量层面仍将维持偏紧取向不变，央行近期下调存款准备金率的可能性不大。

图 1：我国进出口当月同比增速

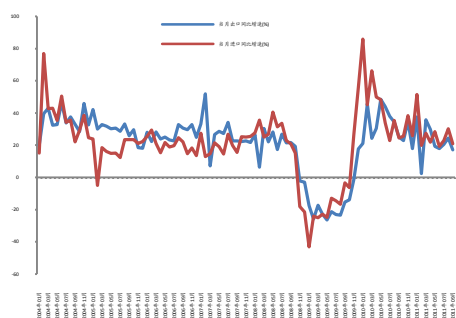
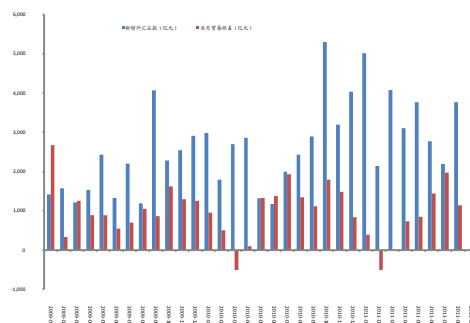


图 2：各月贸易顺差和新增外汇占款



数据来源：wind 数据

图 3：美国和欧元区经济环比增速折合年率

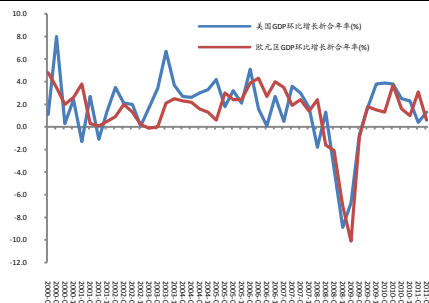
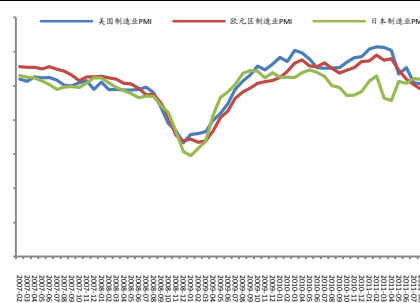


图 4：美国和欧元区制造业 PMI 指数



数据来源：wind 数据

欧债危机升级导致我国出口增速下滑压力增大

9月份我国出口环比下滑2.1%，从过去7年数据来看，9月份出口环比都是正增长，因此，今年9月份出口环比下滑表明外需在明显减弱。当前，欧债危机仍处于恶化升级过程中，如果救援政策继续犹豫不前，欧债危机升级为银行危机，信贷紧缩和欧美经济再度陷入衰退的风险将上升，我国出口受到的冲击可能继续加大。而如果出口型中小企业大量停产倒闭，我国就业压力将进一步增大。IMF、欧盟和欧洲央行组成的检查小组已明确将在11月中旬向希腊发放80亿美元的贷款。但针对希腊债务重组的共识也正在形成，银行等金融机构需要立即承担30-50%的希腊债券资产减记损失。欧洲银行间借贷已经呈现枯竭趋势，大规模补充银行资本金成为燃眉之急，国际相关方面估计欧洲银行体系需要补充的资本金规模在1000-2000亿欧元。

之间。德、法两大核心国已就推出欧债危机全面拯救方案达成协议，但两国之间仍然存在重大分歧，法国希望动用4400亿欧元EFSF基金的一部分资金来补充银行资本金，而德国方面坚持只有在市场融资和政府部门注资途径均走不通的情况下才能动用EFSF基金注资银行。德法救援方案具体内容有待月底前后公布。

央行近期下调存款准备金率的可能性不大

我们认为央行下调存款准备金率的可能性不大，主要原因有三方面，一是央行认为当前实际货币条件与经济平稳较快增长是相适应的，8月份，M2同比增长13.5%，低于16%调控目标，但央行认为M2的统计比实际状况有所低估，主要归因于替代性的金融资产没有计入货币供应量。二是央行第三季度例会认为通胀压力有所缓解但仍处在高位，继续强调把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。三是人民币升值外部压力再度增大可能导致热钱流入压力再度上升，央行回收流动性压力仍然较大。10月11日，美国国会参议院通过了《2011年货币汇率监督改革法案》。按照过去经验，在外部压力增大情况下，人民币升值步伐也会相应加快。8月份外汇占款已经回升至高位，而人民币升值预期新一轮上升可能导致外汇占款继续维持在较高水平。

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

宏观调控政策逐步进入稳物价与保增长并重阶段	刘朝晖	2011-10-10
社会消费品零售总额实际增速下滑趋缓	刘朝晖	2011-09-22
经济增速继续温和放缓，紧缩政策取向不变	刘朝晖	2011-09-18

	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。