

外汇占款下降不改汇率稳定意图，美国三季度 GDP 增长 1.8%

分析师：牛鹏云

执业证书编号：

S0500511050002

联系人：罗文波

(8621) 68634510-8273

lwb3323@xcsc.com

联系人：陈乐天

lwb3323@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路958号华能联合大厦5层湘财
证券研究所

<http://www.xcsc.com>

➤ 11 月份外汇占款继续减少，汇率稳定意图明显

11 月份外汇占款数据继续减少，11 月金融机构新增外汇占款-279 亿元，环比 10 月份的 -248.92 亿，继续下降。若用粗口径指标进行计算，11 月份 FDI 为 87.57 亿美元，贸易顺差 145.28 亿美元，当月资本流出 1755 亿元。

尽管市场预期未来外需有较大的回落风险，但从人民币汇率走势及政府举措来看，维持人民币稳定仍是目前重点。人民币名义汇率的稳定意味着有效汇率的走强，这将进一步降低我国出口贸易的竞争力。

➤ 国有企业利润增速继续下降

1-11 月，国有企业累计实现营业总收入同比增长 23.2%，单月同比增加 17.19%，相对 10 月份的增速 20.52%，继续显著放缓。

从利润增长来看，1-11 月，国有企业累计实现利润总同比增长 13.7%，11 月比 10 月环比下降 5.8%。单月同比增速为-6.54%，比 10 月份增速-11.13%，下降幅度略收窄。

从国有企业与工业企业利润走势拟合来看，考虑到企业的性质，国有企业经营状况在周期中的趋势与工业企业趋势基本一致，但弹性显著高于工业企业，尤其是企业利润弹性，从 PPI 走势与工业企业利润走势来看，11 月份工业企业利润单月降幅可能进一步加速。

➤ 欧洲变相 QE 推出，防止银行间流动性突然枯竭

欧洲央行为缓解银行流动性，推出对银行的 3 年期融资贷款计划 (LTRO)，允许欧洲银行可以从欧洲央行获取无限量贷款，利率为市场加权利率，但必须提供相应的抵押品。

业内称上述操作为变相的 QE，但因为贷款需要抵押品，其与 QE 有着显著的不同。LTRO 的推出，减少了银行间流动性枯竭的风险，提振了市场情绪。但 LTRO 只是增加了欧洲银行间的流动性改善，把银行间的流动性风险降低，对主权债务没有实质性的改善。考虑到欧洲央行贷款成本与政府主权债务的利差，这一举措将在一定程度上改善欧洲银行的经营状况。但对银行间的资本金缺口来说，其仍远远不够。

➤ 美国经济增长依然依靠再杠杆化，第四季度维持在 1.5-1.8%

从分项数据走势来看，第三季度经济增长主要驱动力来自于居民消费意愿的提升。尽管居民收入并没有出现大幅的上涨，但是从危机至今去杠杆化大大降低了家庭资产负债表水平。随着第三季度居民消费支出的主要驱动力来自于家庭再杠杆化，而不是收入的增加。

从四季度经济指标走势来看，家庭在杠杆化程度明显趋弱，我们选择美国消费支出占比较大的 7 个指标进行观察发现，汽车消费缓慢上升，但生活用品等行业消费出现下降趋势。从全球经济增长趋势与欧洲主权债务期限结构来看，至少在明年 2 季度中期左右，美元将处于单边升值的趋势当中，这将拖累美国出口贸易增速。我们维持美国经济震荡复苏的观点不变，预测美国第四季度经济增长环比折年率为 1.5-1.8%。

一、11 月份外汇占款继续减少，汇率稳定意图明显

央行 12 月 19 日公布数据，2011 年 11 月金融结构新增外汇占款-279 亿元，环比 10 月份的-248.92 亿，继续下降。若用粗口径指标进行计算，11 月份 FDI 为 87.57 亿美元，贸易顺差 145.28 亿美元，当月资本流出 1755 亿元，考虑到贸易与 FDI 与 10 月的差值，资本流出与 10 月份的 1861 亿元基本持平。

图 1 新增外汇占款、FDI 和贸易顺差

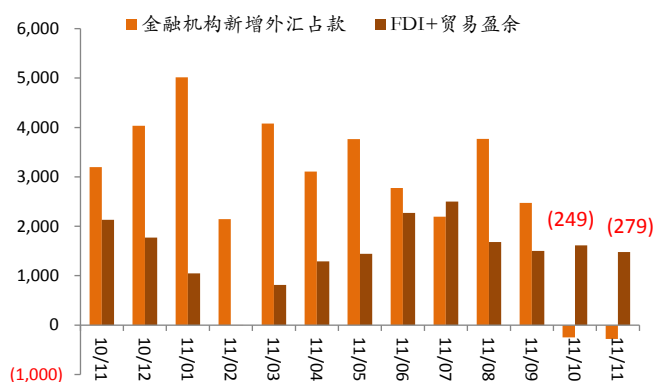
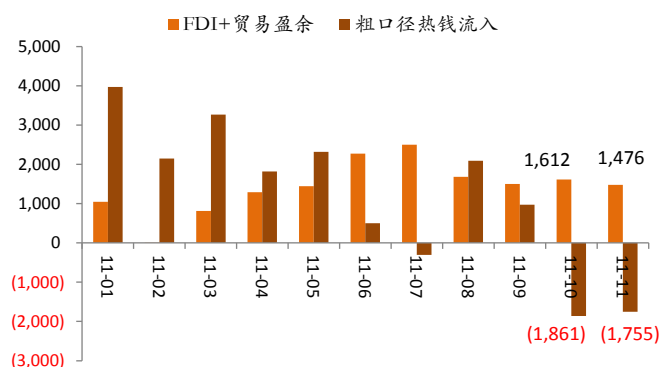


图 2 月度粗口径的热钱流入计算



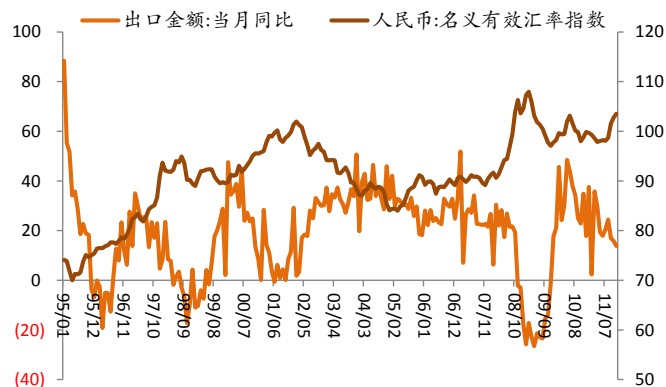
资料来源：ceic，湘财证券研究所

资料来源：ceic，湘财证券研究所

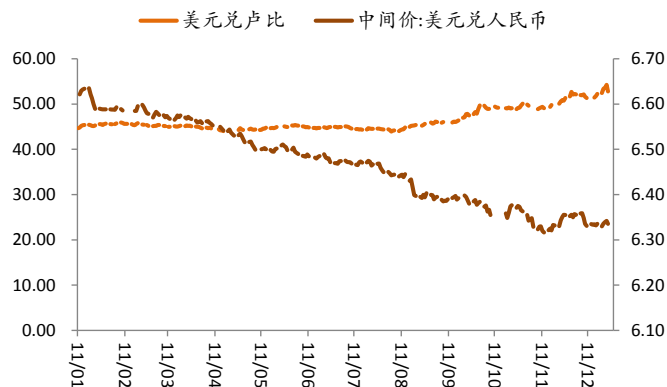
在新兴市场货币纷纷走弱的环境下，人民币币值保持坚挺。尽管盘中出现骇人听闻的 10 天触及跌停板，但实际情况来看，2011 年 11 月末人民币名义汇率为 6.3482，到 12 月 15 号，这一数值为 6.3421，基本持平。从学界与业界来看，对政府实施汇率政策有两种建议：第一种是维持名义汇率基本稳定，主要是对美元稳定，在金融危机中体现大国责任，以及有助于人民币国际化进程（历史经验显示，美国、欧元国际化成功都有较为长时间的稳定的货币币值为基础）。第二种观点是希望政府增大名义汇率弹性，保持有效汇率基本稳定，避免海外需求回落预期下，汇率走强将导致贸易大幅回落，增加对经济增长的冲击。

图 3 人民币名义有效汇率与出口增速

图 4 以印度为代表的新兴市场国家货币持续走软



资料来源: ceic, 湘财证券研究所



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

从 2011 年 11 月 16 日金融机构的举动来看 (16 日四大行向市场中投入大量的美元流动性, 当日早盘人民币大涨 400 个 BP), 至少在目前阶段, 央行维持人民币对美元名义汇率稳定意图非常明显。

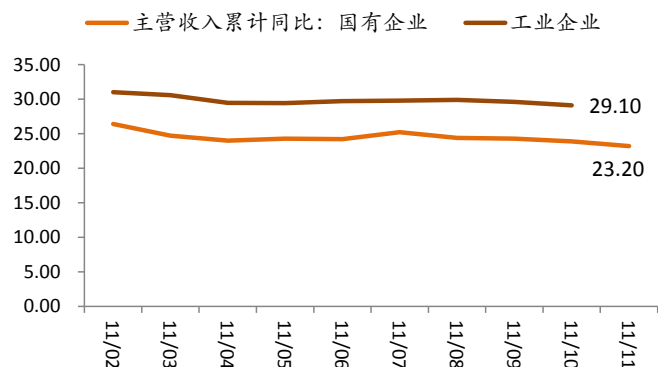
在美元走强、新兴市场货币疲软趋势下, 保持人民币名义汇率稳定意味着人民币有效汇率的大幅上涨, 这将进一步降低外需不振预期下的出口贸易增速。

二、国有企业利润增速继续下降

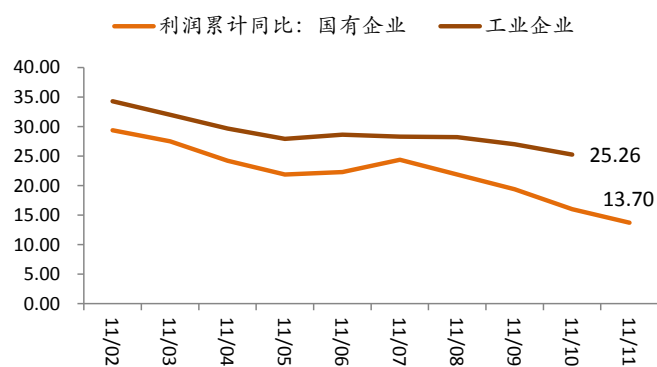
财政部 12 月 19 日消息, 1-11 月, 国有企业 (本文皆为财政部口径) 累计实现营业总收入 334771.4 亿元, 同比增长 23.2%, 11 月比 10 月环比增长 4%。营业收入从单月增速来看, 11 月营业收入 33245.6 亿元, 当月同比增加 17.19%, 相对 10 月份的增速 20.52%, 继续显著放缓。

图 5 2012 工业企业与国有企业主营业务收入累计增速

图 6 2012 工业企业与国有企业累计利润累计增速



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

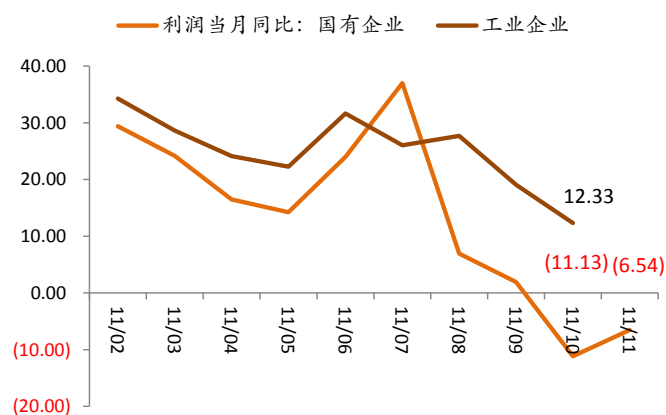


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

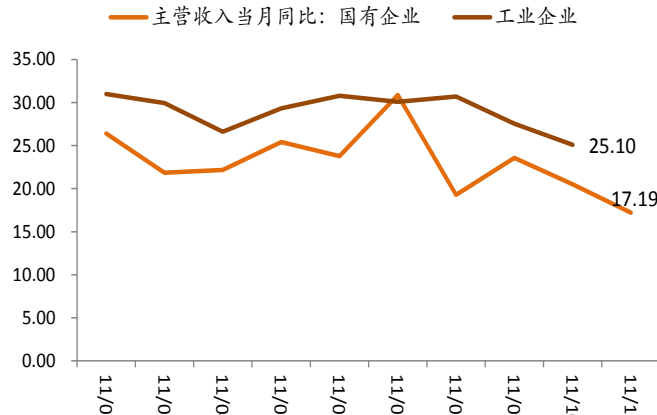
从利润增长来看, 1-11 月, 国有企业累计实现利润总额 20415.6 亿元, 同比增长 13.7%, 11 月比 10 月环比下降 5.8%。国有企业累计实现净利润 15372 亿元。单月实现利润 1712.10 亿元, 当月同比增速为 -6.54%, 比 10 月份增速 -11.13%, 下降幅度略有放缓。

图 7 2012 工业企业与国有企业利润单月增速

图 8 2012 工业企业与国有企业主营业务收入单月增速



资料来源: ceic, 湘财证券研究所



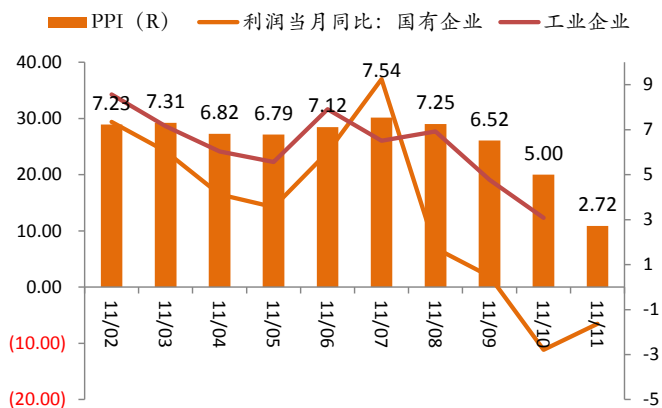
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

从国有企业与工业企业利润走势拟合来看, 考虑到企业的性质, 国有企业经营状况在周期中的趋势与工业企业趋势基本一致, 但弹性显著高于工业企业, 尤其是企业利润弹性, 这是不同性质间企业的盈利能力不同所决定的。

此外, 结合在经济下降周期影响企业利润的核心因素 PPI 走势来看, 工业企业的盈利状况与之相关度更强, 而国有企业略弱些。从 PPI 走势来看,

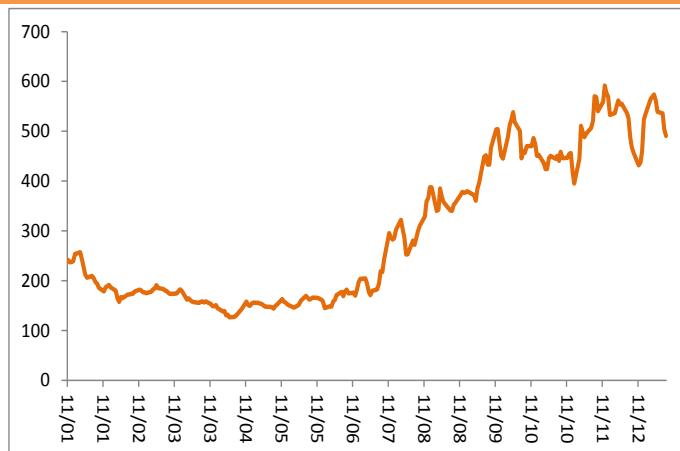
2011 年 7 月份 PPI 达到本轮最高，与此同时，国有企业、工业企业利润增速基本达到年内较高水平，随后利润一路下滑。尽管 11 月国有企业利润增速略有反弹，但从 PPI 走势与工业企业利润走势来看，11 月份工业企业利润单月降幅可能进一步加速。

图 9 2012 企业利润单月增速与 PPI 走势



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 10 LTRO 推出后，意大利 SR 5Y Corp CDS 价格回落



资料来源：ceic，湘财证券研究所

三、欧洲变相 QE 推出，防止银行间流动性突然枯竭

北京时间 2011 年 12 月 20 日晚，欧洲央行为缓解银行流动性，推出对银行的 3 年期融资贷款计划 (LTRO)，允许欧洲银行可以从欧洲央行获取无限量贷款，利率为市场加权利率，但必须提供相应的抵押品。欧洲央行这一举措是为了防止在市场风险加大的情况下，彼此资产信息的不透明性将提高银行间流动性的拆借成本，从而造成银行间流动性危机。

从隔日数据来看，欧洲央行 21 日宣布提供三年期长期再融资操作 (LTRO) 4890 亿欧元 (合 6450 亿美元)。法兴银行数据显示，欧洲各银行在积极申请欧洲央行贷款的同时，减少了银行 1230 亿欧元的 MRO 操作，以及 1110 亿欧元的 3 个月期限的 LTRO。这相当于欧洲银行间的流动性只增加 2100 亿欧元左右。

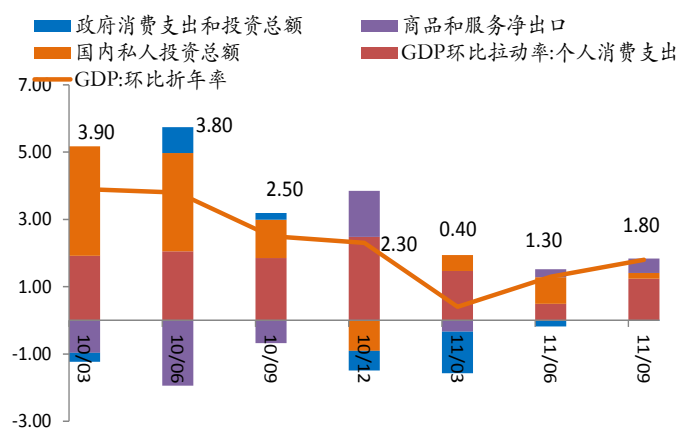
业内称上述操作为变相的 QE，但因为贷款需要抵押品，其与 QE 有着显著的不同。LTRO 的推出，减少了银行间流动性枯竭的风险，提振了市场情绪。LTRO 只是增加了欧洲银行间的流动性改善，把银行间的流动性风险降低，对主权债务没有实质性的改善。但考虑到欧洲央行贷款成本 (大约 1%) 与政府主权债务的利差，这一举措将在一定程度上改善欧洲银行的经营状

况。对银行间的资本金缺口来说，其仍远远不够。

四、美国修正第三季度 GDP 增速为 1.8，家庭再杠杆化是主要驱动力

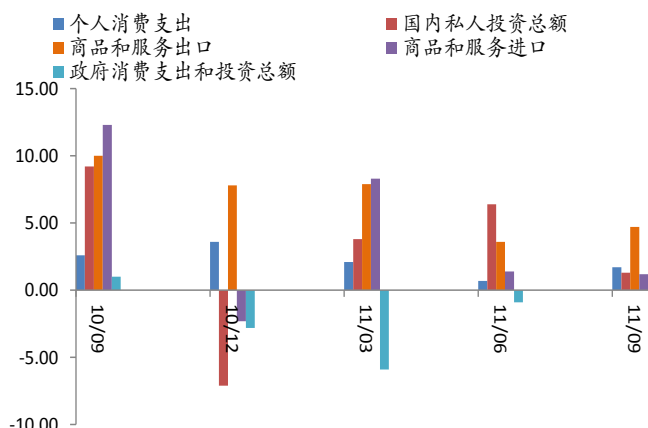
美国公布修订后 GDP 增速，经季节因素调整后，第三季度环比折年率从原先的 2.0% 下调到 1.8%。而商务部 10 月份公布的这一数据的初值为 2.5%。GDP 价格指数为 2.6%，前值为 2.5%。

图 11 2012 企业利润单月增速与 PPI 走势



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 12 宏观经济各驱动力环比折年率趋势

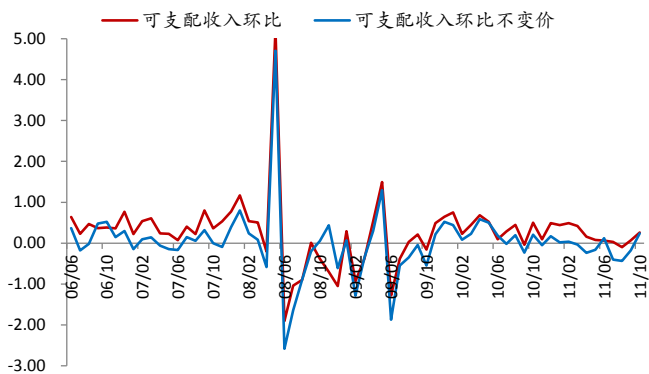


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

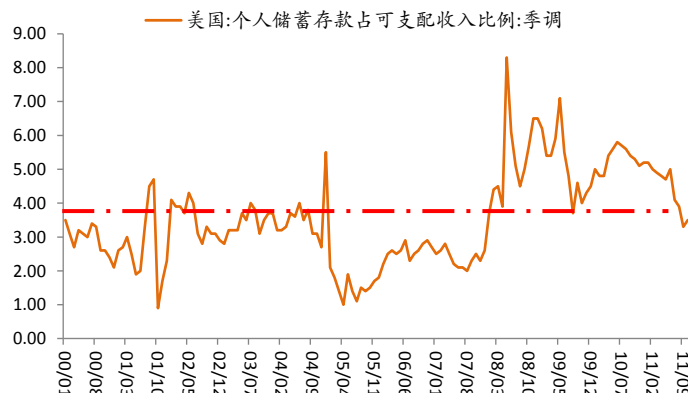
从分项数据走势来看，第三季度经济增长主要驱动力来自于居民消费意愿的提升。尽管居民收入并没有出现大幅的上涨，但是从危机至今去杠杆化大大降低了家庭资产负债表水平。随着第三季度居民消费意愿的上升，家庭在杠杆化给与消费很大的支持。

图 13 美国居民收入第三季度并无明显增长

图 14 消费加速来源于家庭的再杠杆化



资料来源: ceic, 湘财证券研究所



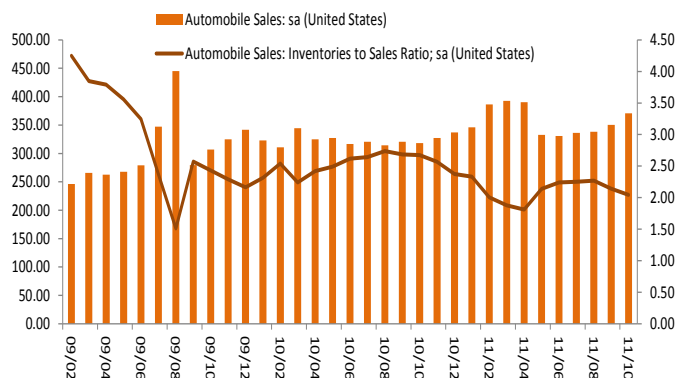
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

从家庭可支配收入来看,季调后第三季度人民可支配收入为 34695 美元,第二季度为 34677 美元,季调后(2005 年不变价)2011 年第三季度人居可支配收入 97006 美元,而第二季度这一数据为 97709 美元,名义值环比基本持平,而实际值略有下降。但从家庭储蓄占可支配收入来看,9 月份这一指标为 3.3%,而 6 月末的数据为 5%。也就是说,家庭的再杠杆化推动了美国消费的增长,而这种无收入增加的消费增长很难持续。

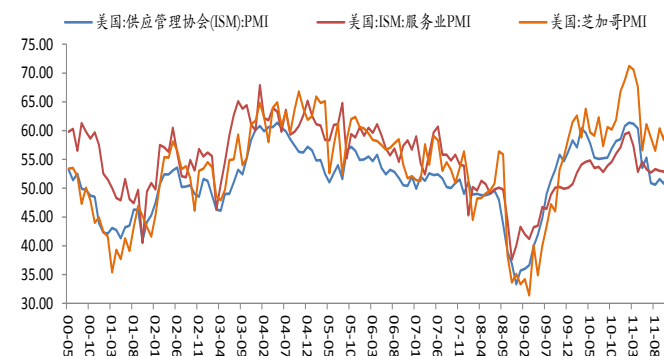
从私人投资于制造业来看,第三季度私人投资环比增速下降的比较厉害。其中,汽车消费下降,库存出现小幅上升,但从 10 月份的销售数据来看,这一情况正在逐渐好转。此外,从芝加哥制造业 PMI 数据指数来看,11 月份上升到 62.6,高于 10 月份的 58.4,也高于三季度的均值 58.57,显示制造业开始呈现扩张态势。

图 15 汽车销售逐渐回暖

图 16 PMI 指数显示制造业在回暖



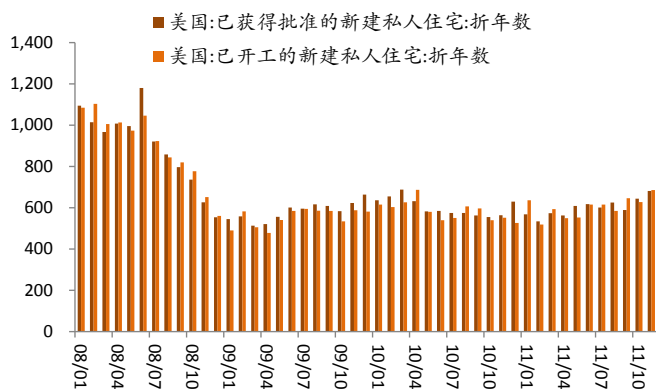
资料来源: ceic, 湘财证券研究所



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

另一个较好的消息是 11 月份建筑业呈现复苏迹象，其中已获得批准的信件私人住宅数量环比这年达到 681 万套，相比第三季度的 6-8 万套均值显著上升。已开工的新建私人住宅数据也透露出积极的信号，11 月份折年数达到 685 万套，第三季度均值为 615 万套，也创下 2009 年以来的新高。全美住宅建设商协会与富国银行住房市场指数也预示房地产市场价格有企稳迹象。尽管很多数据都暗示着美国房地产市场正从底部回暖，但我们认为这可能仍需要对一些数据的继续跟踪与验证，房地产市场即使企稳，也是一个缓慢上升的过程。

图 17 房地产出现回暖迹象



资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 18 全美住宅指数也在回暖

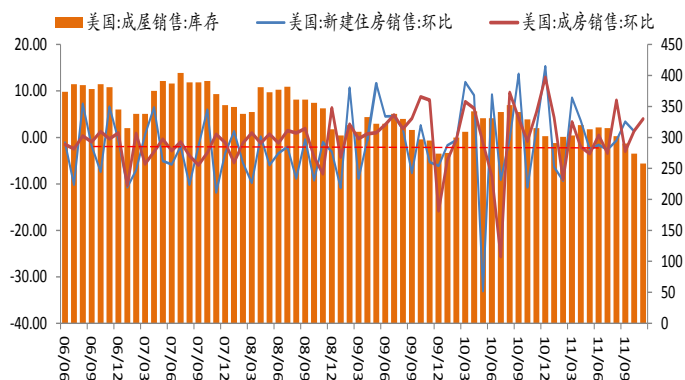


资料来源：ceic，湘财证券研究所

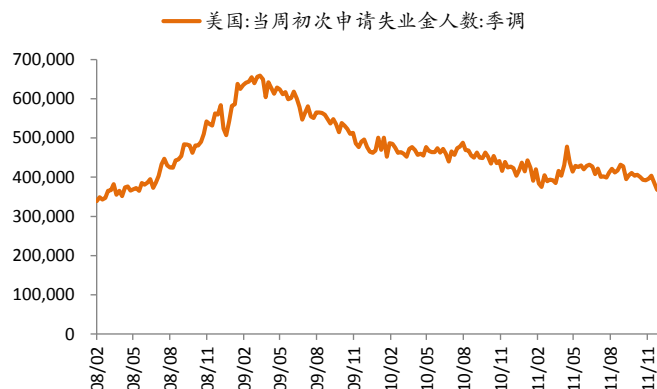
美国 12 月份第二周单周新申请就业人数 36.4 万人，创下危机后来的最低。倘若就业能够维持，那么无收入增长的消费就可能被有就业增长的消费所制成，继续促进消费的扩张。但就业是否持续仍需要制造业与房地产市场进一步的数据支持。

图 19 房地产销售环比与库存

图 20 12 月份就业市场继续稳健增长



资料来源：ceic，湘财证券研究所



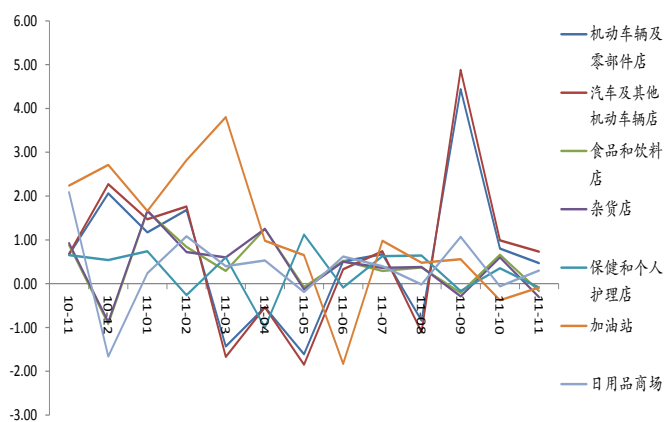
资料来源：ceic，湘财证券研究所

从四季度经济指标走势来看，家庭在杠杆化程度明显趋弱，我们选择美国消费支出占比较大的7个指标进行观察发现，第四季度居民消费的内生动力不足。汽车消费缓慢上升，但生活用品等行业消费出现下降趋势。此外，从美元指数来看，受到全球经济放缓与欧洲债务危机影响，主要国家货币纷纷走弱。目前来看，中国与美元货币依然较为坚挺（人民币与美元走势更像爬行钉住）。从全球经济增长趋势与欧洲主权债务期限结构来看，至少在明年2季度中期左右，美元将处于单边升值的趋势当中。尽管美国政府可能会采取相关措施，降低美元较快升值趋势，但强势美元环境对美国的净出口产生显著的抑制作用。

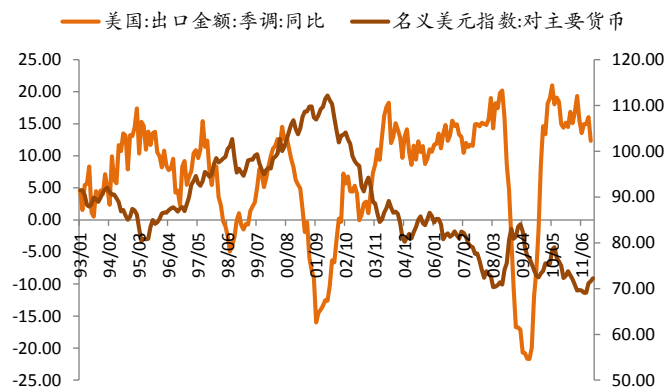
我们维持美国经济震荡复苏的观点不变，预测美国第四季度经济增长环比折年率为1.5-1.8%。

图 21 消费第四季度趋缓

图 22 强势美元或许对美国经济增长不利



资料来源：ceic，湘财证券研究所



资料来源：ceic，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明：

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。