

2012 年 6 月 27 日

人民币贬值预期增强，远期结售汇逆差加剧

——宏观日报 2012.06.27

相关研究

农业成为吸引外资新领域——宏观日报
2012. 06. 26

我国存款利率仍有上行空间——宏观日报
2012. 06. 25

通货膨胀压力继续减轻——宏观日报
2012. 06. 21

5 月份外汇占款转正，但热钱仍在流出——宏观日报
2012. 06. 20

相比 OT2.5，冲销式 QE3 可能性更大——宏观日报
2012. 06. 19

大选结果初定，希腊退出欧元区风险降低——宏观日报
2012. 06. 18

阶梯电价：CPI 影响不大，电力企业受益明显——宏观日报
2012. 06. 15

分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

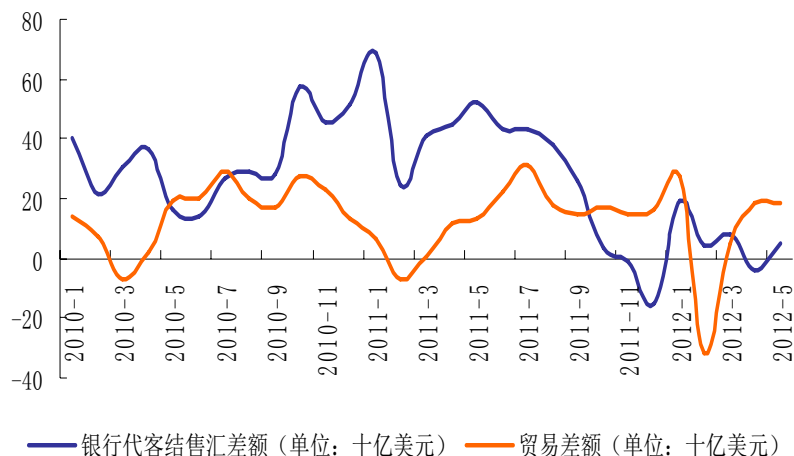
om

- 近日外管局公布的远期结售汇数据显示，5 月远期结售汇逆差 53 亿美元，创下年初至今的新高。我们认为造成远期结售汇逆差扩大主要有以下两方面原因，一方面，市场因欧债危机风险未除，引起避险情绪增大，推升美元指数上涨，从而未来人民币贬值预期增强增大了银行远期售汇；另一方面也体现在我国不断扩大进口政策的刺激下，企业对未来生产原材料、零配件以及资源能源类商品的进口需求增大，为了避免汇率风险引起的损失，增大了远期购汇规模，从而推动了远期结售汇逆差扩大。我们预计未来人民币将仍会维持较为弱势的局面，这将有利于缓解我国当前出口承压的不利状况。随着欧债危机和市场避险情绪缓解，我国经济企稳回升，“热钱”会回流至我国，届时人民币汇率贬值压力将会减轻。
- 其他关注：1、河南、西安大力微调，鼓励刚性住房消费。在经济下行压力不断加大的情况下，鼓励房地产政策力度仍将不断加大。2、预算法审议，明确除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券，地方政府发债暂时难以突破现有规定。

1 人民币贬值预期增强，远期结售汇逆差加剧

外管局公布5月银行代客结售汇顺差51亿美元，逆转4月银行代客结售汇37亿美元逆差局面，5月同比银行代客结售汇顺差同比减少90.2个百分点。受到去年四季度“热钱”流出影响，银行代客结售汇一直都处在低位。5月银行代客结售汇主要受到5月贸易顺差大幅超预期影响，部分增大了对银行结售汇的贡献。

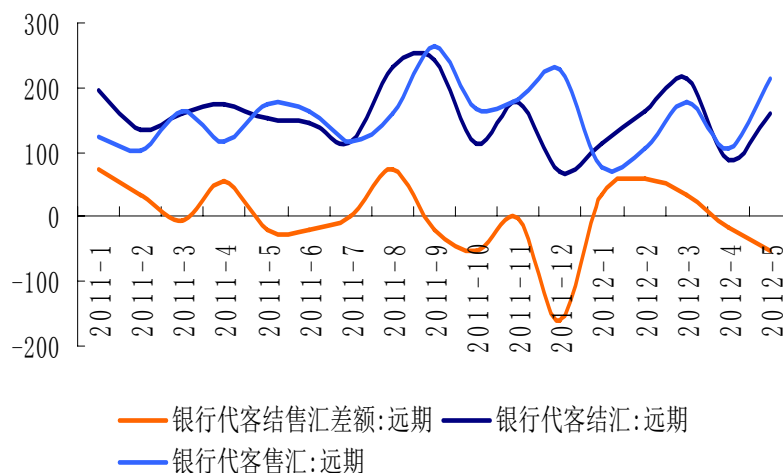
图 1：5 月银行代客结售汇反弹



资料来源：CEIC，申万研究

但是同时公布的远期结售汇却出现分化，延续了4月继续逆差的走势，5月远期结售汇逆差53亿美元，创下年初至今的新高。5月远期结售汇逆差比4月扩大35亿美元，环比降低了194.4个百分点。造成远期结售汇逆差扩大主要有以下两方面原因，一方面，市场因欧债危机风险未除，引起避险情绪增大，推升美元指数上涨，从而未来人民币贬值预期增强增大了银行远期售汇；另一方面也体现在我国不断扩大进口政策的刺激下，企业对未来生产原材料、零配件以及资源能源类商品的进口需求增大，为了避免汇率风险引起的损失，增大了远期购汇规模，从而推动了远期结售汇逆差扩大。

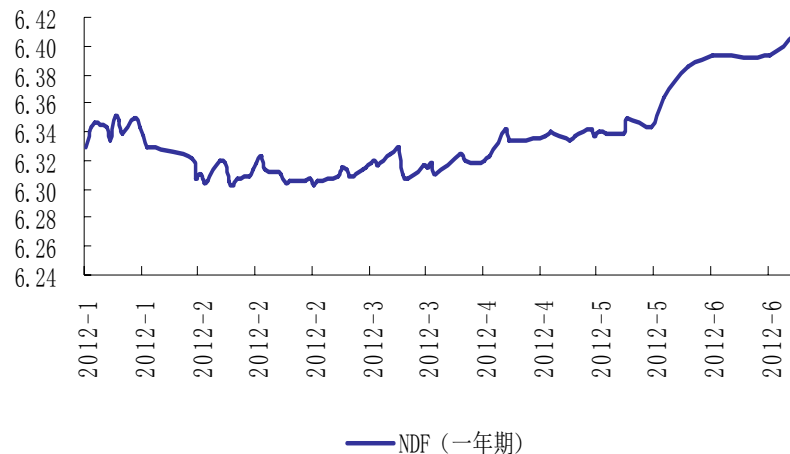
图 2：远期银行代客结售汇逆差增大（单位：十亿美元）



资料来源：CEIC，申万研究

自今年4月中旬汇率进行改革，实施银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之五扩大至百分之一，人民币买卖汇率中间价幅度由1%扩大至2%后，人民币双边波动幅度显著增强。4月以来人民币显示出贬值预期不断增强的态势，表明在全球经济复苏艰难和欧债危机反复、国内经济增长不断放缓情形下，资本避险情绪增大，人民币的贬值预期增强。

图 3：人民币贬值预期增强



资料来源：CEIC，申万研究

从官定汇率和市场汇率走势看，当前市场汇率越来越突出由基本面和市场决定的特征，逐步出现偏离官定汇率走势，且波动幅度呈增大态势。

图 4：市场汇率与官定汇率分离



资料来源：CEIC，申万研究

我们预计未来人民币将仍会维持较为弱势的局面，这将有利于缓解我国当前出口承压的不利状况。随着欧债危机和市场避险情绪缓解，我国经济企稳回升，“热钱”会回流至我国，届时人民币汇率贬值压力将会减轻。

2 河南、西安大力微调，鼓励刚性住房消费

日前河南省出台《关于支持刚性需求促进房地产平稳健康发展的若干意见》，居民购买

首套房可给予贷款基准利率下浮30%的优惠，对从事中小户型、中低价位普通商品房和保障房开发的房地产企业给予多方面支持。最值得关注的是，河南省政府相关负责人表示，这一措施并未突破国家房地产调控政策的框架，其亮点主要是提高了政策的可操作性，如对家庭首套住房给出了明确界定，将借款人、配偶及未成年子女作为家庭成员，不包括成年子女。明确支持房地产企业开发建设中小户型、中低价位的普通商品房和保障性住房，为这类项目降低成本和开发风险提供政策支持。

无独有偶，西安住房公积金管理中心表示，西安市个人住房公积金贷款最高额度将提高10万元至60万元，特殊情况经审批可提高至70万元，新的贷款额度自6月5日起执行。

在住建部等不断出来喊话，“坚持房地产调控不动摇”的情况下，河南和西安出台措施促进首套房、中小户型和中低价位普通商品房、保障性住房，而严格来讲属于大基调不变下的变相放松。在经济下行压力不断加大的情况下，这种格局预计将会持续一段时间。

3 预算法修改，地方政府发债暂难有所突破

第十一届全国人大常委会第二十七次会议26日上午审议预算法修正案草案，明确“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”去年10月底，财政部印发《2011年地方政府自行发债试点办法》，批准上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。但是该次四地试点自主发行地方债规定由财政部代为还本付息，因此，债券相当于中央财政信用，与财政部代发的地方债信用等级相同。但是，最终两只债券的认购利率低于财政部代发地方债和国债票面利率，认购倍数也均在3倍以上，一方面体现出承销商对上海市未来经济发展和地方财政状况的信心，另一方面也因为此次是首次承销地方政府债务，象征性意义浓厚，为了抢占未来广阔的地方政府自主发债的市场，各承销商都不约而同给出了“优惠价”。

《2011年地方政府自行发债试点办法》中的第二条规定了两条限定条件，一是发债省市“在国务院批准的发债规模限额内，自行组织”，二是“2011年试点省（市）政府债券由财政部代办还本付息。”今年，经国务院批准，2012年上海市、浙江省、广东省、深圳市将继续开展地方政府自行发债试点。财政部在日前发布的《2012年地方政府自行发债试点办法》中明确，试点省（市）政府债券仍由财政部代办还本付息。所以，关于地方政府自主发债的进程不是加快了，而实际是停滞下来了。

究其原因，主要还是因为之前是十万亿地方平台债务风险的余波未平。全国人大法律委员会副主任委员洪虎在会上表示，一些常委委员、部门和专家提出，近些年地方政府债务急剧上升达十万多亿元，带来的问题和潜在的风险必须引起高度重视。法律委员会经研究认为，地方应严格遵循编制预算不列赤字的原则，对地方债务应从严规范。因此据此，修正案草案删除了一审稿中关于地方政府举债的规定，明确“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。”“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”

这一规定，意味着在经济下行阶段，地方政府融资的“紧箍咒”依旧未消，中央政府对于地方政府利用“四万亿”机会变现举债，大干快上的态度很明确——不行。

4 美国6月消费者信心指数和里奇蒙德联储制造业指数均逊于预期

美国6月世界大型企业联合会消费者信心指数为从5月的64.9下跌至62，差于预期值63.5。这一数据显示，尽管油价下跌，但由于就业增长疲软和欧债危机恶化，美国消费者

对经济前景判断更为谨慎，对于未来数月的经济展望持较悲观的态度。美国6月消费者预期指数由5月的77.6降至72.3，而消费者现况指数由45.9小幅升至46.6，说明近期经济活动速度或有点改变。关于劳动市场的状况，数据显示认为工作“难找到”的人多于认为工作“充足”的人数，使得劳动市场差别由-33.4恶化至33.7。

另一项公布的数据美国6月里奇蒙德联储制造业指数，由5月的4大幅下跌到-3，远逊于5的预期值。各分项指标中，6月发货指数由0降至-2；新订单指数由1大幅跌至-12；就业指数从16降至8。该数据反映出中美洲地区经济活动严重萎缩，由于海外需求疲弱与全球经济增长乏力造成负面影响。OECD表示，美国经济增长面临挑战，应当采用支持复苏的货币及财政政策，美国上周已延长“扭转操作”进一步宽松，然而目前美国面临财政悬崖的危机和长期失业问题，经济复苏依然迟缓，使得市场避险情绪再升温。

5 德国7月GfK消费者信心小幅升至5.8，好于预期

德国7月GfK消费者信心指数由5.7小幅上升至5.8，高于5.6的预期值。其中消费者信心指数的三个分类指数：经济预期、收入预期和购买意愿指数，直接反映了6月的情况。由于德国制造业景气黯淡，IFO信心指数下降，6月经济预期由19.6大幅跳水至3.0，说明市场对未来德国经济下行存潜在担忧。收入预测指数则由5月的32升至40.1，购买意愿指数亦由32小幅升至32.7；这得益于目前德国近期就业和工资增长，劳动市场稳健，进而支撑家庭支出意愿提升，预计今后德国的家庭支出将继续带动促进国家经济增长。总体而言，尽管乐观预期德国消费者信心将在7月上升，但德国经济仍受欧洲其他国家的低迷现状影响，希腊退出欧元区的风险和西班牙银行业的债务危机均可能对德国经济增长构成威胁。

6 美国4月S&P Case-Shiller 20座大城市房价指数攀升

美国4月S&P Case-Shiller 20座大城市房价指数环比涨1.3%，好于预期涨0.3%；同比降1.9%，好于预期降2.5%。不过房地产价格低于去年同期值（同比下降1.9%）。数据显示美国房价基本已经触底，房价跌势得以减缓。目前的低利率亦帮助在就业不景气的环境下促进房屋销售。尽管如此，房价和销售仍比危机爆发前峰值低大约1/3，美国房屋市场完全恢复还有待时日。

7 意大利4月零售销售大跌，降幅创8年最高

据意大利国家统计局公布，由于食品以及其它物品和服务的销售下滑，意大利4月零售销售经季调后年率下跌6.8%，按月下跌1.6%，大大低于跌0.2%的预期，创8年来最大降幅。其中小型商店销售跌势尤为严重。由于意大利6月消费者信心创历史新低，预计零售业将维持下跌趋势。另外，意大利新财产税很快到期，势必进一步削弱家庭消费，打击零售产业。受到大经济环境的影响，意大利现陷于经济衰退中，失业率攀升，零售业改善前景恐怕并不乐观。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。