

定期报告

2013年3月25日

新兴市场普遍出现国际资本流出的局面

国际资本与国内流动性监测周报（2013年3月第4周）

主要预测

%	12	13E
GDP	7.8	8.1
CPI	2.7	3.1
PPI	-1.7	1.4
社会消费品零售	14.3	14.2
工业增加值	10.0	11.0
出口	7.9	9.0
进口	4.3	7.8
固定资产投资	20.6	22.5
M2	13.8	14.0
人民币贷款余额	15.3	14.3
1年期存款利率	3.00	3.00
1年期贷款利率	6.00	6.00
人民币汇率	6.23	6.12

最新数据（2月）

工业	9.9
城镇投资	21.2
零售额	12.3
CPI	3.2
PPI	-1.6

资料来源：CEIC，招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理：

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

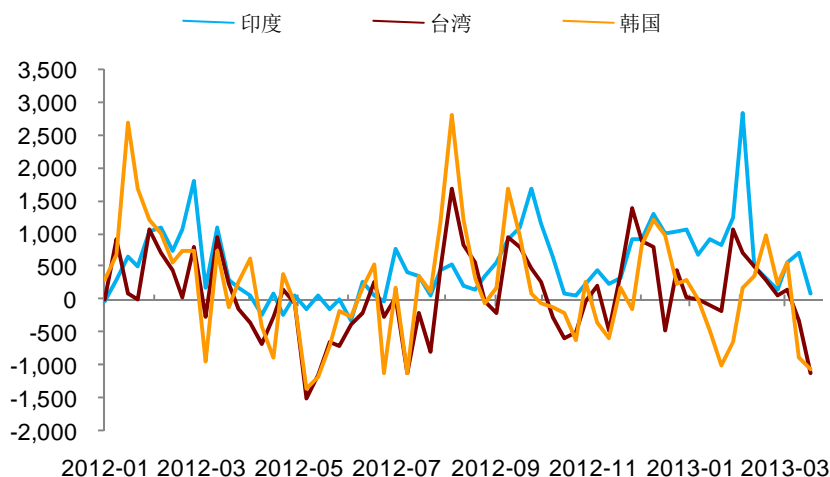
闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

核心观点：

- 1、2013年1月央行外汇占款为3515亿元，继去年12月1466亿元再度大幅增加，与我们此前对于央行已从12月开始恢复干预外汇市场的判断一致，也与我们对于1月外汇占款存在虚增，实际流入规模在人民币3000亿左右的判断相一致。此外，央行资产负债表的其他国外资产项目大幅增加3336亿元，我们认为这有可能是央行再度以外汇缴存人民币存款准备金，这也与银行今年1月天量的自身购汇546亿美元密切相关。
- 2、亚洲代表性新兴市场普遍出现国际资本流出的局面。上周香港利差收窄，港元汇率明显走弱，显示国际资金流出香港；印度、台湾和韩国的资本流入规模持续出现下滑，台湾和韩国为的流出规模较此前一周继续攀升，与新兴市场货币汇率走弱表现一致。我们认为这与塞浦路斯纾困方案未能最终底定，导致新兴市场的波动性增加，国际市场避险兴趣上升，但我们并不认为这是国际资本流动的拐点，预计年内国际资金流入新兴市场的趋势仍向常态回归。
- 3、上周市场关注的焦点是美联储议息会。有两点值得关注。1、美联储重申，只要通胀率在一两年内没有升逾2.5%的危险，就计划维持近零利率，直至失业率降至6.5%。根据官方预测，这一失业率水平将在2015年实现。2、美联储官员主流观点仍偏向于资产购买计划收益大于成本。我们维持美联储货币政策基调年内保持宽松的判断不变。美元指数维持在82以上，VIX指数低位徘徊，显示风险因素并不是推动美元指数的主要原因。

图：亚洲代表性新兴市场普遍出现国际资本流出的局面



资料来源：WIND，招商证券

3月汇丰中国制造业PMI初值上升至51.7，显示中国制造业小幅改善，与机械制造和水泥的销售数据一致，经济复苏力度较弱，我们认为年内经济温和复苏的趋势仍会持续。目前市场对于房地产政策最终实施力度的解读存在分歧，政策的不确定性增加A股的波动性，上周A股股指小幅回升。近期IPO重启在即，大盘下行的风险增加。

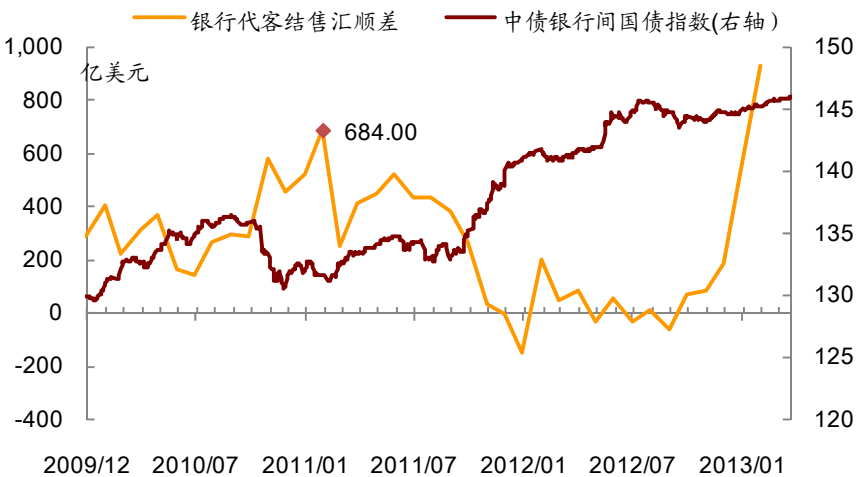
图 1: 沪深 300 与 结售汇



资料来源: WIND, 招商证券

上周中债银行间国债指数轻微上涨至145.91，债市依然稳健。国债收益率差平均下降0.3bp。各期限的利差水平涨跌互现，其中10年与2年、5年的利差收窄，利率曲线呈现平坦化下移。央行批准QFII投资银行间债券市场，带来一定的增量资金。

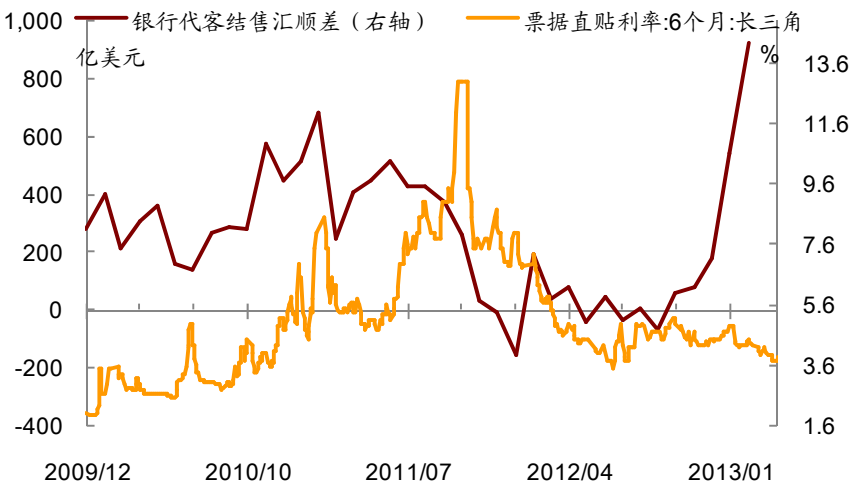
图 2: 中债银行间国债指数轻微上涨



资料来源: WIND, 招商证券

票据融资利率在上周中继续回落，后小幅上涨至3.90%，仍处于低位震荡，不过已经离开最底部位置。3月信贷投放节奏呈现趋缓的局面。

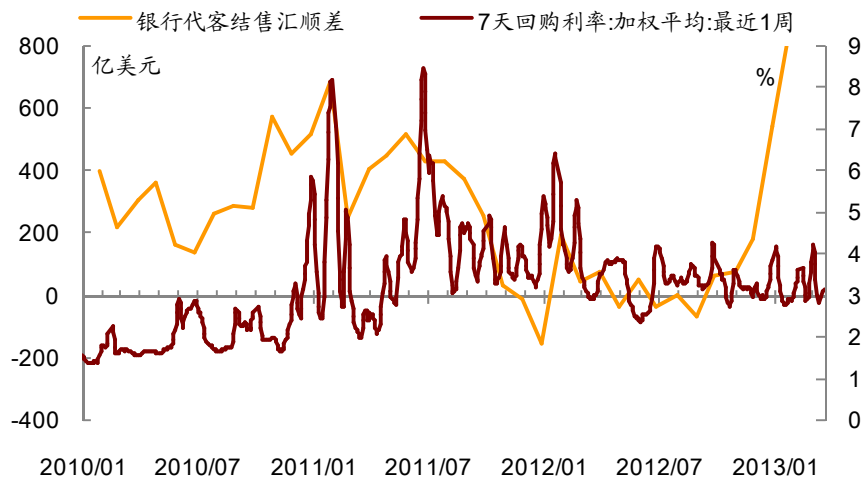
图 3: 票据直贴利率出现轻微涨幅



资料来源: WIND, 招商证券

图 4: 资金面呈现出宽松态势

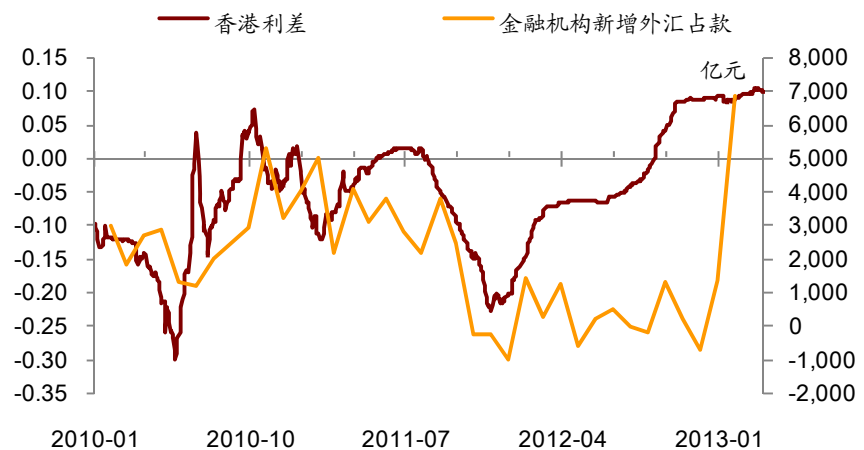
央行春节后已经连续四周净回笼货币，规模呈现小幅上升趋势，上周连续第四周采用正回购方式净回笼 470 亿元。各期限回购利率涨跌互现，跨季末 14 天和 21 天的银行间回购利率出现快速上升，其他期限的回购利率回落。总体而言，资金面依然偏宽松。



资料来源: WIND, 招商证券

图 5: 香港利差略有收窄

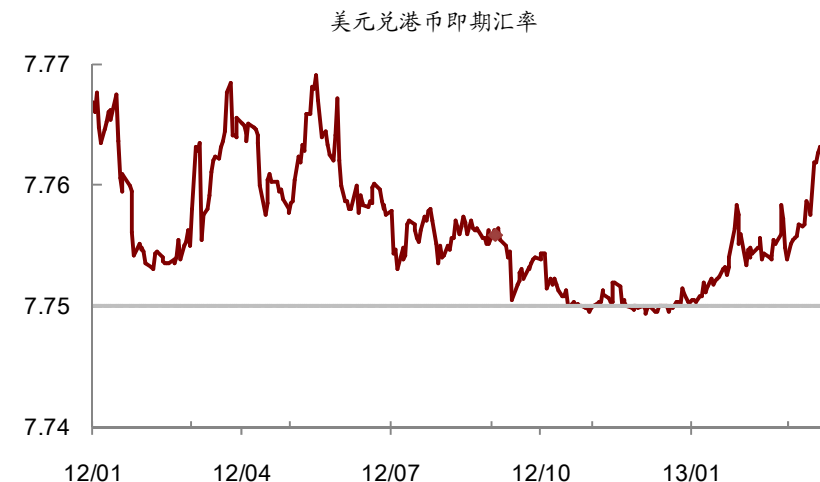
上周香港利差连续第二周继续收窄，显示国际资本可能进一步流出香港。



资料来源: WIND, 招商证券

图 6: 港元汇率出现明显贬值

上周港元汇率连续四周走弱，贬值幅度较大，与香港利差的趋势一致，国际资本流出香港。上一次港元汇率快速贬值出现在 2012 年 5 月，新兴市场的资金出现明显流出。



资料来源: WIND, 招商证券

图 7: 上周人民币升值预期 (国内外汇市场) 走弱

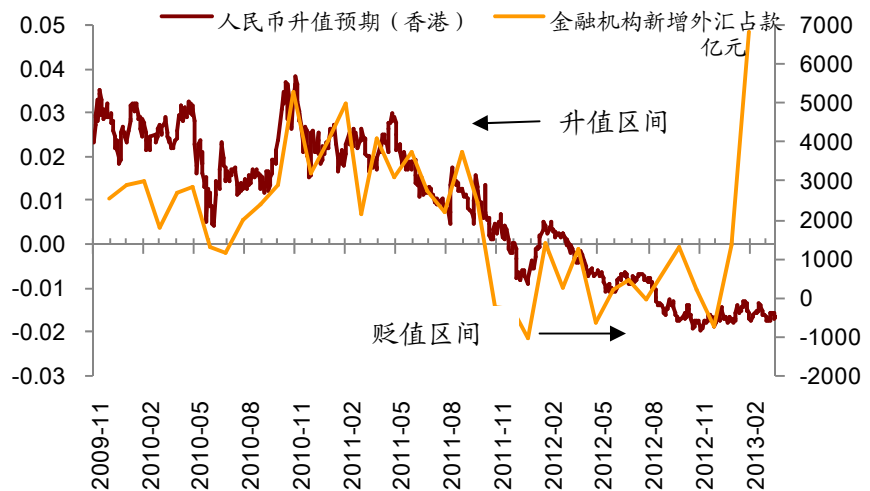
国内人民币升值预期走弱。人民币即期汇率价格持续走强, 不断创新历史新高, 然而人民币汇率中间价略有走强, 保持稳健, 国内 NDF 的走势依然偏弱。



资料来源: WIND, 招商证券

图 8: 人民币升值预期 (离岸人民币市场) 走弱

基于香港离岸人民币市场的人民币升值预期走弱, 维持底部震荡。

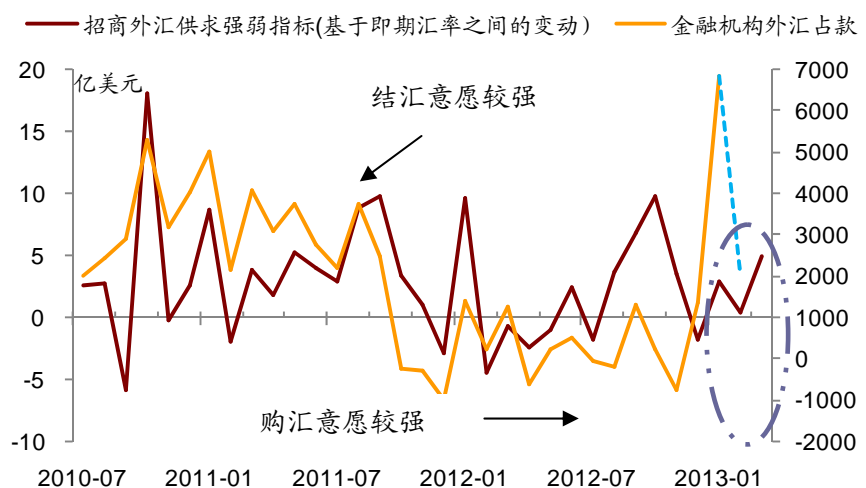


资料来源: WIND, 招商证券

图 9: 3月基于即期汇率变动的招商外汇供求强弱指标回升

截至 24 日, 3 月基于即期汇率基准测算的招商外汇供求强弱指标出现回升。

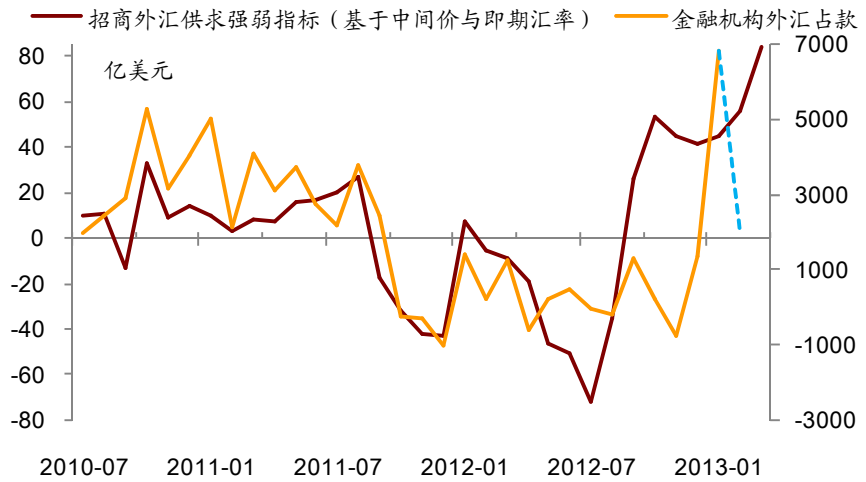
上周人民币即期汇率再度刷新历史新高至 6.2118, 春节过后汇率维持强势格局, 从这个角度来看, 国际资金流入的幅度较 2 月上升。人民币汇率的背面不只是美元指数, 美元指数走强并不一定带来人民币汇率的走软, 美元指数的走强是美国经济持续复苏、日元和欧元相对疲弱造成的。



资料来源: WIND, 招商证券

图 10: 基于中间价的招商外汇供求强弱指标出现小幅回升

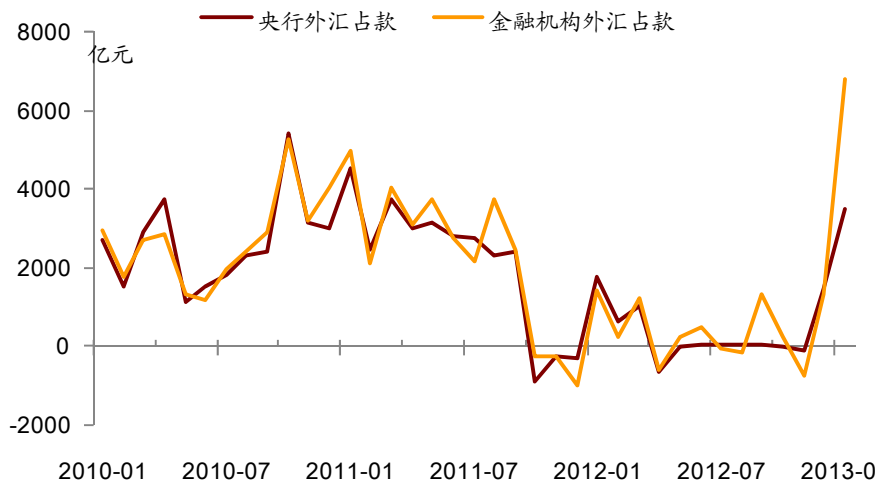
截至 24 日, 3 月基于中间价的招商外汇供求强弱指标幅回升。



资料来源: WIND, 招商证券

图 11: 央行恢复对外汇市场的干预

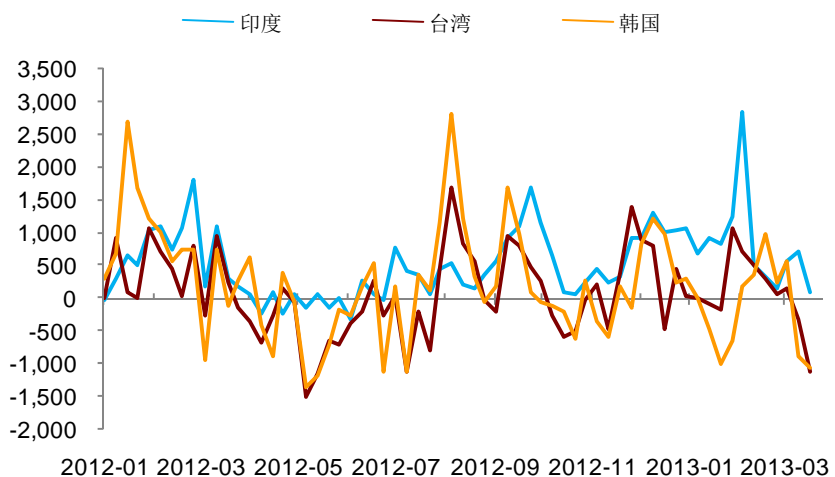
2013 年 1 月央行外汇占款为 3515 亿元, 继去年 12 月 1466 亿元再度大幅增加, 与我们此前对于央行已从 12 月开始恢复干预外汇市场的判断一致, 也与我们对于 1 月外汇占款存在虚增, 实际流入规模在人民币 3000 亿左右的判断相一致。此外, 央行资产负债表的其他国外资产项目大幅增加 3336 亿元, 我们认为这有可能是央行再度以外汇交存人民币存款准备金, 这也与银行今年 1 月天量的自身购汇 546 亿美元密切相关。



资料来源: WIND, 招商证券

图 12: 上周韩国和台湾的国际资金流出规模继续上升

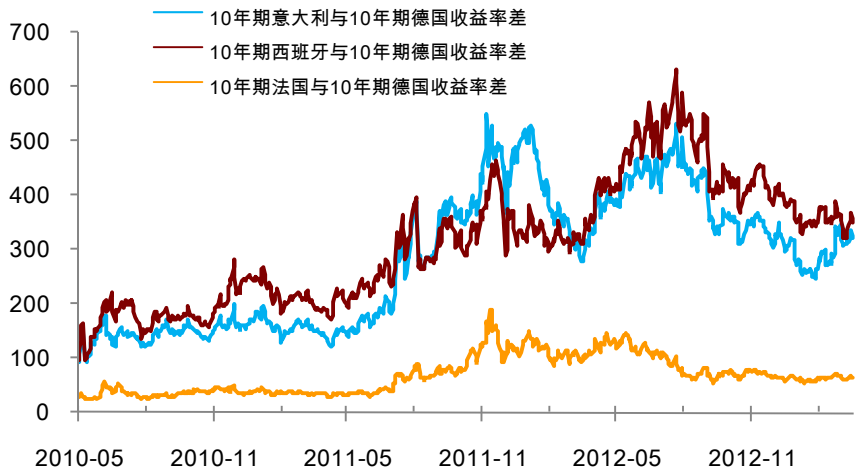
亚洲代表性新兴市场, 上周印度、台湾和韩国的资本流入规模持续出现下滑, 台湾和韩国为的流出规模较此前一周继续攀升, 与新兴市场货币汇率走弱表现一致。我们认为这与塞浦路斯纾困方案未能最终底定, 导致新兴市场的波动性增加, 国际市场避险兴趣上升, 但我们并不认为这是国际资本流动的拐点, 预计年内国际资金流入新兴市场的趋势仍向常态回归。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 13: 意大利、西班牙和法国与德国的国债收益率差连续第二周上升

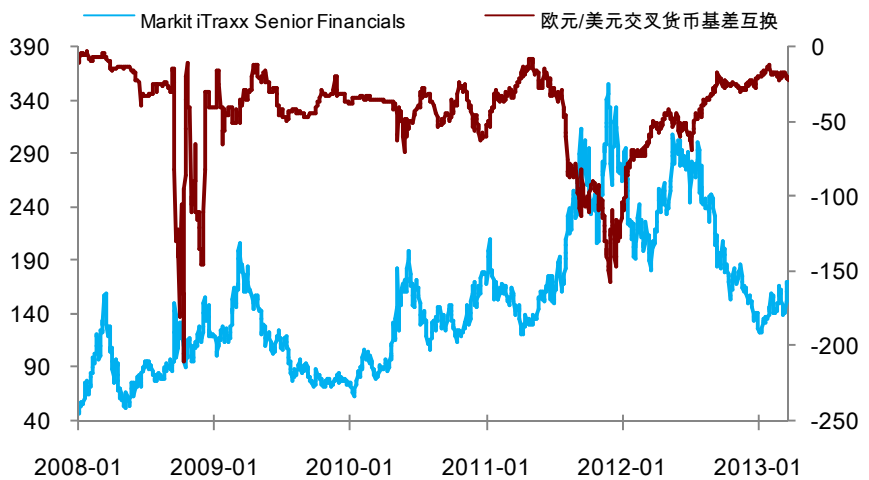
欧元区数据并不乐观。德国 3 月制造业 PMI 由 2 月的 50.2% 降至 48.9, 创年内新低。欧元区 3 月制造业与服务业综合 PMI 也再度恶化, 由 47.9 降至 46.5。英国官方下调 2014 年 GDP 增长预期下调至 1.8%, 前次预期 2%。上周意大利、西班牙和法国与德国国债收益率差连续第二周上升



资料来源: 彭博, 招商证券

图 14: 欧元区美元借贷成本和债券担保成本出现明显上升

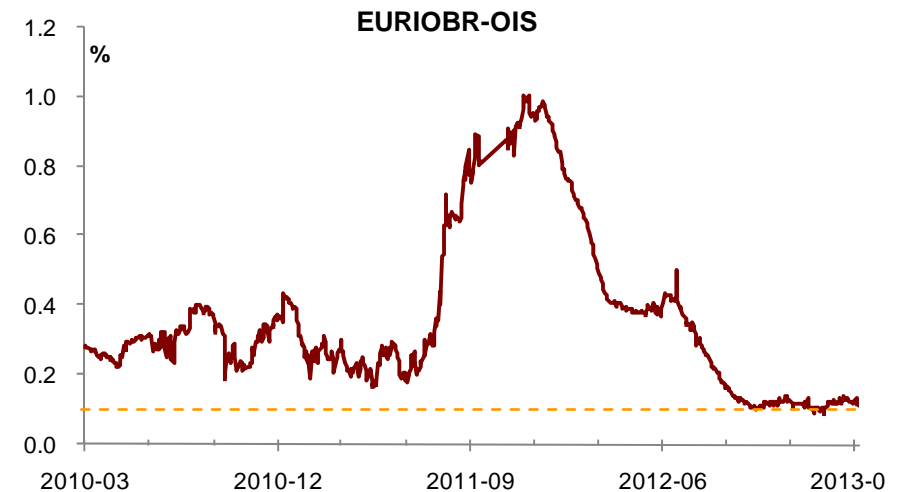
俄罗斯和欧盟的博弈预计持续造成市场波动。塞浦路斯表明继续留在欧元区, 并成立团结基金, 以发债应急; 允许银行资本控制和重组。上周欧元区美元的借贷成本大幅攀升, 此外, 由 Markit iTraxx Senior Financial 指数衡量的 1000 万欧元欧洲银行和保险公司所发行债券的 5 年期担保成本亦出现明显的升幅, 需要持续关注。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 15: 欧洲银行间利差连续第三周小幅回落

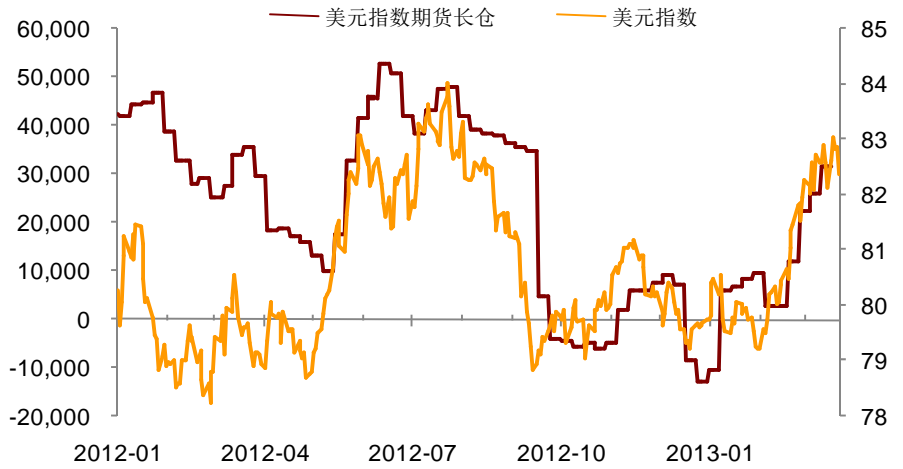
上周欧元区银行间同业拆借利率和隔夜指数掉期利率间的利差连续第三周小幅回落。



资料来源: 彭博, 招商证券

图 16: 美元指数依然强势维持在 82 以上

上周市场关注的焦点是美联储议息会。有两点值得关注。1、美联储重申，只要通胀率在一两年内没有升逾 2.5% 的危险，就计划维持近零利率，直至失业率降至 6.5%。根据官方预测，这一失业率水平将在 2015 年实现。2、美联储官员主流观点仍偏向于资产购买计划收益大于成本。我们维持美联储货币政策基调年内保持宽松的判断不变。上周房地产和制造业数据依然持续向好，就业数据也不错。美元指数维持在 82 以上，VIX 指数低位徘徊，显示风险因素并不是推动美元指数的主要原因。



资料来源：彭博，招商证券

参考报告:

1. 《台湾和韩国出现国际资金流出--国际资本与国内流动性监测周报(2013年3月第3周)》2013/3/18
2. 《印度和韩国国际资金流入规模回升--国际资本与国内流动性监测周报(2013年3月第2周)》2013/3/11
3. 《美元指数再创新高--国际资本与国内流动性监测周报(2013年3月第1周)》2013/3/4
4. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年2月第4周)-美元指数上升至半年内高点》2013/3/2
5. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年2月第3周)-国际资金持续流入亚洲新兴市场》2013/2/18
6. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年2月第1周)-台湾和韩国的国际资金流向出现好转》2013/2/4
7. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年1月第4周)-港元汇率连续第三周离开强方兑换保证区域》2013/1/28
8. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年1月第3周)-台湾等经济体连续两周国际资本流入规模下降》2013/1/21
9. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年1月第2周)-人民币升值预期出现快速攀升》2013/1/14
10. 《美国宏观数据周报(2013年1月第2周)-财政悬崖风波暂缓 留意二月中风险点》2013/1/9
11. 《国际资本与国内流动性监测周报(2013年1月第1周)--丢失的美元》2013/1/7
12. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012年12月第4周)-11月结售汇数据证伪热钱外逃的观点》2012/12/24
13. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012年12月第3周)--韩国等连续两周出现国际资本流入》2012/12/17
14. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012年12月第2周)--国内外汇市场持续僵局》2012/12/10
15. 《美国宏观数据周报(2012年12月第1周)-财政悬崖逆风施压四季度经济增速》2012/12/5
16. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012年12月第1周)--国际资金流入香港和台湾》2012/12/3
17. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012年11月第4周)--商业银行购汇意愿持续低迷》2012/11/26
18. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012年11月第3周)--人民币汇率连续触及涨停现象或出现转折》2012/11/19
19. 《欧元区债务危机发展动向追踪-希腊问题或将再度蒙混过关(2012年11月第2周)》2012/11/12

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。