

宏观经济研究（2010年11月）

通胀快于需求增速回升，货币政策仍需继续收紧

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260200010122

统计局公布的10月份制造业采购经理人指数显示，PMI指数自8月份已连续三个月回升，这表明工业增加值环比增速呈现回升趋势。工业增速在消化了上半年房地产调控因素后的再度回升主要由两方面因素驱动，一是来自于内需的新订单指数持续回升；二是，工业部门小型去库存过程已在三季度内完成，10月份库存指数出现明显回升。但8、9、10月份，PMI购进价格指数分别高出新订单指数7.4、9和11.4个点，PMI购进价格指数回升明显快于新订单指数回升。这表明当前通胀快于需求增速回升。进一步则表明，当前，宽松的流动性推升通胀的效应较推动产出增长的效应更强，因此，要稳定通胀预期，必须继续收紧流动性，我们预期，年底前央行还可能继续加息。

内需回升结束工业部门小型去库存

8、9、10月份，PMI新出口订单指数分别为52.2、52.8和52.6，维持平稳，而PMI新订单指数分别为53.1、56.3和58.2，持续上升。这表明，过去三个月中新订单指数的上升主要由内需订单所拉动。商务部编制的流通商生产资料订单指数在经历了5、6月两个月下降后，转为7、8、9月份的持续回升；流通商耐用品订单指数在经历了6月份调整后，转为7、8月份持续回升，9月份回升进一步加快。这表明，内需回升不仅体现在生产环节，也体现在流通环节；内需回升不仅体现在投资品环节，也体现在消费品环节。内需回升使得工业企业结束了7、8和9三个月份的小型去库存，10月份PMI库存指数由9月份的45回升至45.7。今年9、10月份PMI指数分别为53.8和54.7，分别低于2009年同月的54.3和55.2，这意味着，今年4季度工业增加值环比增速将低于2009年同期，4季度经济同比增速仍将继续回落。

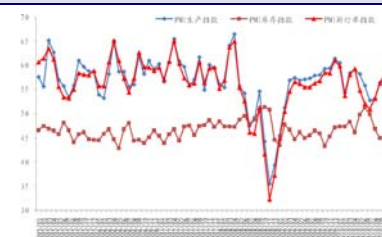
通胀压力持续上升将导致货币政策继续收紧

PMI购进价格指数由8月份的60.5上升至10月份的69.9。三季度以来通胀压力再度上升可以归结为内外两方面原因。外因方面，美联储发出重启量化宽松货币政策，9月份以来，美元指数由83一线持续下跌至77一线，美元贬值导致国际大宗商品价格上涨，9月初至11月初，CRB指数上涨了12%。输入型通胀压力增大导致我国通胀预期明显上升。内因方面，三季度，双顺差导致外汇储备加速上升，流动性被动投放压力加大。5月份以来，贸易顺差大幅回升，三季度，境外资本流入加快，年初至9月底新增外汇储备2492亿美元，其中三季度当季便增加1940亿美元。在美元泛滥和人民币被动投放因素作用下，今年前三个季度，央行储户调查的未来物价预期指数持续上升，表明居民通胀预期持续上升。11月2日，澳大利亚和印度宣布加息，这表明，在美元持续泛滥的情况下，更多的国家开始关注国内通胀压力而收紧货币。更多国家加入加息阵营有利于增强我国央行继续收紧货币的决心。

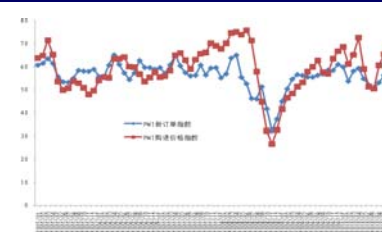
9月经济数据(同比增速)

工业增加值	13.3%
城镇固定资产投资	22.8%
社会消费品零售额	18.8%
出口	25.1%
居民消费物价	3.6%
广义货币M2	19%

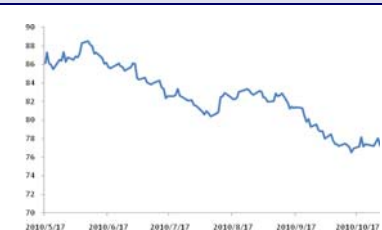
PMI新订单、生产和库存指数



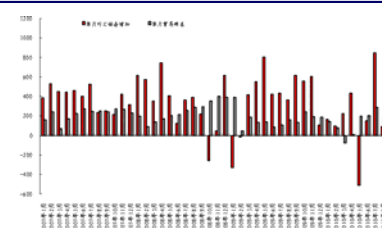
PMI 购进价格指数和新订单指数



美元加权汇率指数



当月贸易顺差和新增外汇储备 (亿美元)



统计局公布的10月份制造业采购经理人指数显示，PMI指数自8月份已连续三个月回升，这表明工业增加值环比增速呈现回升趋势。工业增速在消化了上半年房地产调控因素后的再度回升主要由两方面因素驱动，一是来自于内需的新订单指数持续回升；二是，工业部门小型去库存过程已在三季度内完成，10月份库存指数出现明显回升。但8、9、10月份，PMI购进价格指数分别高出新订单指数7.4、9和11.4个点，PMI购进价格指数回升明显快于新订单指数回升。这表明当前通胀快于需求增速回升。进一步则表明，当前，宽松的流动性推升通胀的效应较推动产出增长的效应更强，因此，要稳定通胀预期，必须继续收紧流动性，我们预期，年底前央行还可能继续加息。

图 1: PMI 新订单、生产和库存指数

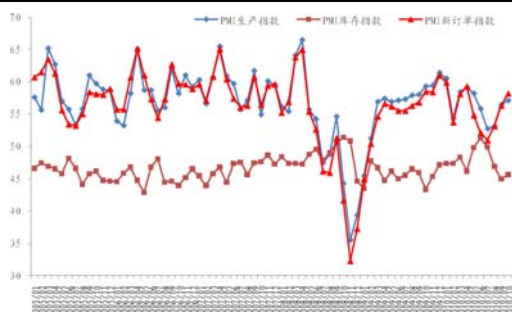
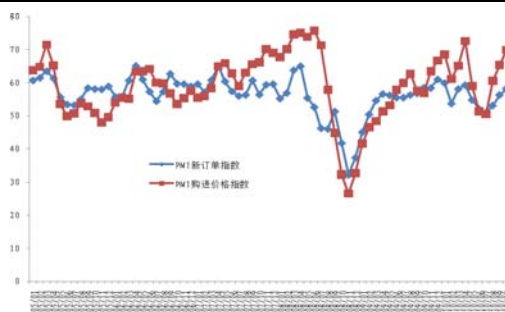


图 2: PMI 购进价格指数和新订单指数



数据来源: wind 数据、国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3: CPI 和 PPI 同比增幅 (%)

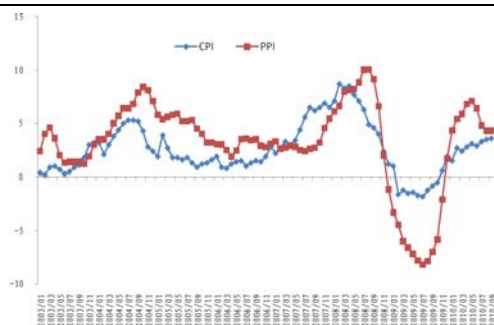
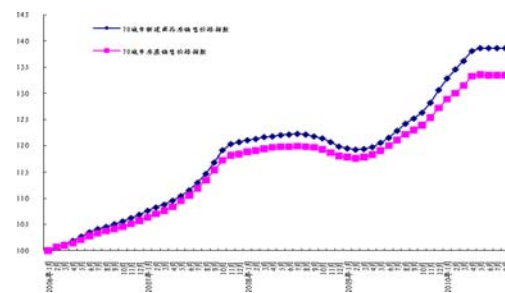


图 4: 全国 70 城市房价水平指数 (2006 年 1 月 = 100)



数据来源: wind 数据、国家统计局、广发证券发展研究中心

内需回升结束工业部门小型去库存

8、9、10月份，PMI新出口订单指数分别为52.2、52.8和52.6，维持平稳，而PMI新订单指数分别为53.1、56.3和58.2，持续上升。这表明，过去三个月中新订单指数的上升主要由内需订单所拉动。商务部编制的流通商生产资料订单指数在经历了5、6月两个月下降后，转为7、8、9月份的持续回升；流通商耐用品订单指数在经历了6月份调整后，转为7、8月份持续回升，9月份回升进一步加快。这表明，内需回升不仅体现在生产环节，也体现在流通环节；内需回升不仅体现在投资品环节，也体现在消费品环节。内需回升使得工业企业结束了7、8和9三个月份的小型

去库存，10月份PMI库存指数由9月份的45回升至45.7。今年9、10月份PMI指数分别为53.8和54.7，分别低于2009年同月的54.3和55.2，这意味着，今年4季度工业增加值环比增速将低于2009年同期，4季度经济同比增速仍将继续回落。

图 5: PMI 新订单和新出口订单指数

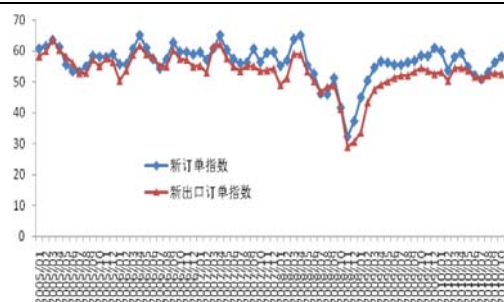
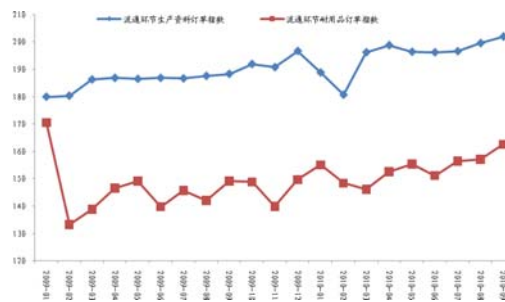


图 6: 商务部编制流通商生产资料和耐用品订单指数



数据来源: wind 数据、商务部、广发证券发展研究中心

通胀压力持续上升将导致货币政策继续收紧

PMI购进价格指数由8月份的60.5上升至10月份的69.9。三季度以来通胀压力再度上升可以归结为内外两方面原因。外因方面，美联储发出重启量化宽松货币政策，9月份以来，美元指数由83一线持续下跌至77一线，美元贬值导致国际大宗商品价格上涨，9月初至11月初，CRB指数上涨了12%。输入型通胀压力增大导致我国通胀预期明显上升。内因方面，三季度，双顺差导致外汇储备加速上升，流动性被动投放压力加大。5月份以来，贸易顺差大幅回升，三季度，境外资本流入加快，年初至9月底新增外汇储备2492亿美元，其中三季度当季便增加1940亿美元。在美元泛滥和人民币被动投放因素作用下，今年前三个季度，央行储户调查的未来物价预期指数持续上升，表明居民通胀预期持续上升。11月2日，澳大利亚和印度宣布加息，这表明，在美元持续泛滥的情况下，更多的国家开始关注国内通胀压力而收紧货币。更多国家加入加息阵营有利于增强我国央行继续收紧货币的决心。

图 7: 美元加权汇率指数

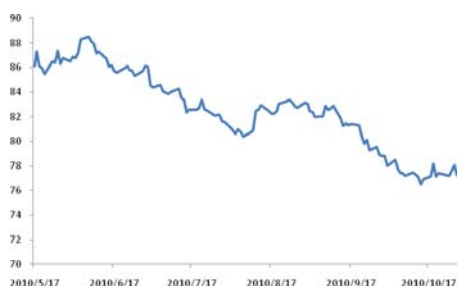


图 8: 当月贸易顺差和新增外汇储备(亿美元)



数据来源: wind 数据、中国人民银行、广发证券发展研究中心

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。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

紧缩力度继续加大，经济仍将继续平稳减速	刘朝晖	2010-10-25
出口减速将趋向平缓，为推进紧缩调控赢得时机	刘朝晖	2010-09-15
平稳的紧缩政策，平稳的经济减速	刘朝晖	2010-08-12

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 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			

注：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。

免责声明

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。